الإهداء

إلى من علمتني أبجدية الحروف، والصمود مهما تبدلت الظروف، أهديك كلمات ملؤها شكر وعرفان، فكل نجاح لي أنت وراءه. فأنت الدنيا التي أعيش من اجلها.

أمي الحنون

إلى والدي حفظه الله ورعاه....

إلى جميع إخوتي وأخواتي، وجميع عائلتي.....

إلى كل من ساعدني من قريب أو بعيد من قليل أو كثير.

اهدي هذا العمل المتواضع

حورية بديدة

الشكر و التقدير

الحمد والشكر لله الذي وفقني وأعانني على إتمام هذا العمل أولاً وآخراً.

كما أتقدم بأسمى عبارات الشكر والعرفان لأستاذي الفاضل الدكتور عبد الوهاب دادن على قبوله وتحمله أعباء الإشراف على هذا العمل وتوجيهه ونصحه لي.

كما أتوجه بالشكر إلى كل من قدم لي يد العون بصدر رحب :

الدكتور عبد الغني دادن، الدكتور هواري سويسي، الدكتور محمد شيخي، الدكتور الياس بن ساسي، الدكتور عيسى بهدي، الأستاذ سعيد هتهات، الأستاذ محمد زرقون، و كل من الأستاذتين زينب شطيبة و تبر زغود.

و أخيرا أقدم شكري الخالص إلى أمي الغالية، والى أختي نصيرة وزوجها على كل المساعدات التي قدموها لي وعلى نصحهما الدائم، والى رفيقتي خيرة الداوي التي ساعدتني دون كلل أو ملل، وخالتي زهور وزوجها الكريم على وقوفهما معي. وإلى كل من قدم لي يد العون من قريب أو بعيد.

حورية بديدة

ت







جامعـــــة قاصـــــدي مربـــــاح – ورقلـــــة -

كلية العلوم الاقتصاديةوالتجارية و علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير

تخصص مالية أسواق

بعنوان:

تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي

دراسة اختباريه وحدثيه للمؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و 2009

من إعداد الطالبة: حورية بديدة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ :2011/09/11

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الدكتور/ هواري سويسي (أستاذ محاضر - جامعة ورقلة) رئيســـا

الدكتور/ عبد الوهاب دادن (أستاذ محاضر - جامعة ورقلة) مقــررا

الدكتور/ محمد شيخي (أستاذ محاضر - جامعة ورقلة) مناقشـــا

الدكتور/ عبد الغني دادن (أستاذ محاضر - جامعة ورقلة) مناقشـا

السنة الجامعية: 2010 – 2011

الفصل الثاني : قيمـة المؤسسـة وعلاقتـها بسياســة توزيــع الأربــاح

مدخل :

تعد القرارات المالية من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة، كونها تعكس قرارات إستراتيجية لما لها من تأثير بالغ على حياة و مستقبل المؤسسة، كما تعكس مختلف السياسات المنتهجة (سياسة التمويل و سياسة الاستثمار و سياسة توزيع الأرباح) في سبيل بلوغ الأهداف المسطرة.

وفي الواقع، فان قرارات توزيع الأرباح تطورت مع النظرية المالية الحديثة و بسبب التطور الحاصل في الأسواق المالية، ويعتبر اتخاذ الإدارة لقرار ما بشان توزيع الأرباح من القرارات الخطر ةفي مجالات الاستثمار و التمويل.

نظر ا لأن المؤسسات تعتمد بشكل كبير على التمويل الذاتي، أي المتولد من العمليات النابعة من نشاط المؤسسة، فانه من الضروري اللجوء إلى المصادر الخارجية للتمويل - سوآءا إصدار أسهم جديدة أو إصدار سندات - و هذا يعني أن الأرباح المحتجزة لا تخصص لعملية التوزيعات، وبذلك تجد المؤسسات نفسها أمام احد الخيارين، إما توزيع الأرباح أو حجز جزء منها لإعادة استثمارها.

باعتبار قرارات توزيع الأرباح قرارات إستراتيجية فعلى المؤسسة قبل أن تتخذ أي قرار بشأنها أن تراعي عدة عوامل، كما نلاحظ أن المؤسسات لا تسير على منهج واحد بالنسبة لسياسة التوزيعات. لذلك سنحاول من خلال هذا الفصل معرفة الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح، فسنتناول في البداية المفاهيم الأساسية المرتبطة بالربح و سياسة توزيع الأرباح، ومن ثم معرفة العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، ثم بعد ذلك نتطرق إلى الأنواع الممكنة لتوزيع الأرباح.

المبحث الأول : مفهوم الربح و سياسة توزيع الأرباح

ينتج عن النشاط الاقتصادي للمؤسسة في نهاية كل دورة نتيجة محاسبية، ففي حال تحقيق ربح، تقوم المؤسسة إمابا حتجاز ه و استخدامه كمصدر أموال داخلي لتمويل عمليات التوسع و المساهمة في النمو أو بتوزيعه على المساهمين، غير أن دراسة تخصيص الأرباح التي تحققها المؤسسة لا بدا أن تأخذ في الحسبان القرارات المالية الأخرى، لذلك ندرس في هذا المبحث :

- مفهوم الربح.
- مفهوم سياسة توزيع الأرباح.
- علاقة قرار توزيع الأرباح بالقرارات المالية الأخرى.

المطلب الأول : مفهوم الربح

يحتل مؤشر الربح المرتبة المتقدمة من بين المؤشرات المختلفة في الحكم على المقدرة الإراديةالحالية و المستقبلية للمؤسسة، هذه الأخيرة التي تهدف إلى تحقيق الربح من اجل إظهار أفضل صورة ممكنة لمركزها المالي، و ذلك للتعبير عن مدى استغلالها الأمثل لمواردها المتاحة من جهة، و من جهة أخرىعن استقرارها الاقتصادي و المالي، لما في ذلك من تأثير مباشر و غير مباشر على قيمة المؤسسة في سوق المال. كما يعتبر مؤشر الربح دالة على مقدرة المؤسسة في الحصول على التدفق النقدي اللازم للتوزيعات[1]. لذلك سوف نحاول إعطاء صورة حول مفهوم الربح ثم ربحية السهم الواحد.

أولا : مفهوم الربح : هناك مفهومان للربح هما :

- **المفهوم الاقتصادي:** عرف الاقتصاديون الربح بأنه القيمة القصوى التي يمكن استهلاكها خلال الفترة مع عدم تغير الثروة آخر المدة عنها في أول المدة. أي الحفاظ على رأس المال[2]، و بتعبير آخر نعني بالربح الاقتصادي مقدار التغير في القيمة الصافية للمؤسسة خلال فترة زمنية معينة[3]. و وفقا لهذا المفهوم فإن الربح يدخل فيه كافة العناصر المحققة وغير المحققة (أرباح الحيازة) و الناتجة من التغير في القيم السوقية و من عيوب هذا المفهوم عدم ظهور العناصر المسببة له مما يساعد المستخدمين للحكم على الأداء و تمكينهم من تقدير الأرباح المستقبلية.

- **المفهوم المحاسبي :** يركز هذا المفهوم على الأنشطة التي تحدث خلال فترة زمنية معينة بدلا من إظهار التغير في صافي الأصول فهذا المفهوم يؤدي إلى الإفصاح عن أسباب هذا التغير و المكونات المؤدية إلى الربح. ويمكن تقسيم الربح المحاسبي المحقق وفقا لخطوط الإنتاج، و الأنشطة التشغيلية و غير التشغيلية الأنشطة المستمرة و غير المستمرة، وبالتالي فإن هذا المفهوم يعتبر مفضلا عن المفهوم الاقتصادي لأنه يقدم معلومات أكثر للمستخدمين. فالمفهوم المحاسبي يعرف الربح بالإشارة إلى الأحداث و العمليات التي ينتج عنها الإيرادات و المصرفات خلال فترة زمنية معينة،غير أن كثيراً من التغيرات في القيم السوقية لعناصر الثروة يتم استبعادها

[1] عبد الرزاق الشحادة وعبد الناصر حميدان، قدرة معايير المحاسبة الدولية في سداد الفجوة الأخلاقية بين الإدارة و المساهمين في إدارة الأرباح من وجهة نظر الفئات ذات العلاقة بالبيئة المحاسبية : consulté le 9-5-2010 http://to22to.com./vb/t14332.html .

[2] كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية،2006، ص59.

[3] مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية،نقلا عن الموقع http: //www.edarta3mal.com /vb/showthread.php?t=593&page=1 consulté le 30-04-2010.

أكد مجلس معايير المحاسبة الأمريكي على أن رقم الربح المحاسبي، و الذي يقاس وفقا لأساس الاستحقاق أكثر قدرة من الربح الاقتصادي على قياس أداء المشروع و توقع التدفقات النقدية المستقبلية من الاستثمارات في المشروع[1]، حيث يحظى الربح المحاسبي بمزيد من الاهتمام من طرف المستثمرين والدائنين و الأطراف الأخرى فبالنسبة لحملة الأسهم فإنه كلما زادت أرباح المؤسسة كلما زاد احتمال تعظيم توزيعات الأرباح. و بالنسبة للدائنين فإنه كلما زادت أرباح المؤسسة كلما زادت قدرتها على سداد ديونها. كما يساعد الربح في جذب رأس المال من طرف المستثمرين الجدد الذين يأملون في الحصول على أرباح و توزيعات للأسهم من العمليات المستقبلية الناجحة.

يستخدم المستثمرون القوائم المالية من خلال قائمة الدخل* لمعرفة قيمة الربح، فقائمة الدخل تعطي ملخص للأرباح التي حققتها المؤسسة خلال السنة. و يتم إعداد هذه القائمة بتسجيل الإيرادات أولا، ثم يتبع ذلك أنواع مختلفة من المصروفات حتى نصل إلى صافي الربح[2].

في الواقع، الربح الصافي لا يظهر نصيب المساهم من الربح، لذا فإن المبادئ المحاسبية المتعارف عليها تلزم المؤسسات بالإفصاح عن أرقام ربحية السهم في قائمة الدخل، و نجد أن المستثمر يهتم بهذه القيمة كونها تعكس نصيب كل مساهم من أرباح المؤسسة، و سوف نحاول التعرف أكثر على هذه القيمة

ثانيا : ربحية السهم الواحد Le bénéfice par action (BPA): أو ما يسمى بعائد السهم العادي، وهو عبارة عن نسبة الربح الذي يتحقق عن كل سهم عادي خلال الفترة المالية. و تعتبر هذه النسبة من أهم النسب، و يلجأ إليها المستثمرو ن الحاليون و المحتملو ن، و نظرا لأهميتها طالبت الهيئات المحاسبية العالمية بالإفصاح عنها في نهاية قائمة الدخل، و هو ما جاء في المعيار المحاسبي الدولي الأول. ولقياس ربحية السهم العادي فإننا نستخدم الصيغة البسيطة التالية:

[1] كمال الدين الدهراوي، مرجع سبق ذكره، ص60.

* أو ما يسمى بجدول حسابات النتائج.

[2] طارق عبد العال حماد، موسوعة معايير المحاسبة : شرح معايير المحاسبةالدولية والمقارنة مع المعايير الأمريكية والبريطانية و العربية، ج 2 : عرض القوائم المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003-2004، ص ص 93-98.

$$\text{ربحية السهم العادي} = \frac{\text{صافي الربح} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{المتوسط المرجح للأسهم العادية}} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1-1)$$

يتكون البسط كما هو موضح من صافي نتائج العمليات خلال الفترة المالية مطروحا منه نصيب الأسهم الممتازة من هذه الأرباح، حتى يتبقى صافي الربح المتاح للأسهم العادية. أما المقام و هو المتوسط المرجح للأسهم العادية. فهو يمثل عدد الأسهم العادية التي حققت الأرباح خلال الفترة المالية، و تختلف أرباح هذه الأسهم كل حسب تاريخ إصداره[1].

تقسم ربحية السهم الواحد* حسب المعيار الخاص به (المعيار المحاسبي الدولي رقم 33) إلى ربحية السهم الواحد الأساسية، وتحسب بقسمة أرباح المؤسسة (أو الخسارة) على عدد الأسهم العادية، و عدد الأسهم قد يتغير دون أن يكون هناك تغير مقابل في الموارد -مثلا- قد يكون هناك إصدارات أسهم مجانية**. كما تقسم إلى ربحية السهم الواحد المخفضة، فحينما يكون للمؤسسة أوراق مالية ليس لها حاليا مطالبات أو حصص في مكاسب الأموال الخاصة، لكن قد يحدث هذا الأمر مستقبلا، حينئذ هذه الأسهم الإضافية سوف تؤدي إلى تخفيض ربحية السهم الواحد، و من أمثلة ذلك، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية ونجد أنه على المؤسسات حساب كل من ربحية السهم الواحد الأساسية و المخفضة[2].

من التحليل السابق، نجد أن مؤشر الربح و قياسه يعتبر من أهم الجوانب التي يهتم بها المستثمر في الأوراق المالية، ذلك أنه كلما زاد رقم الأعمال كلما أمكن زيادة التوزيعات النقدية، وكلاهما يؤثران على قيمة الأسهم و السندات في أسواق رأس المال. كما يعبر رقم الربح عن مدى كفاءة استخدام القائمين على المؤسسة للموارد المتاحة لها.

كما يهتم المستثمر بمعرفة نصيب كل سهم عادي من الأرباح السنوية المتحققة و هو ما تعكسه نسبة ربحية السهم الواحد، حيث تعتبر هذه النسبة مهمة بالنسبة للمستثمرين الحاليين و المرتقين، كونها تستخدم لتقييم أسعار الأسهم و تحديد القدرة على سداد التوزيعات و مؤشر للأداء المؤسسة.

---

[1] مؤيد راضي خنفر وغسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية : مدخل نظري وتطبيقي، ط1، دار المسيرة، عمان، 2006، ص146.

* لمزيد من الاطلاع انظر : طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص ص 3-89.

** سوف نتطرق لها في المبحث الأخير من هذا الفصل.

[2] طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص4.

المطلب الثاني : مفهوم سياسة توزيع الأرباح

تعتبر الطريقة التي يتم بموجبها التصرف بالأرباح المحققة، من الموا ضيع الهامة في فكر الإدا رة المالية المعاصرة[1]. فمثلا هل يتم احتجاز الأرباح و استخدامها كمصدر أموال داخلي لتمويل عمليات التوسع و المساهمة في النمو؟ أم يتم إجراء توزيعات على المساهمين [2]؟ و بذلك تجد المؤسسة نفسها أمام أحد الخيارين، إما توزيع الأرباح الآن أو حجز جزء منها لإعادة استثمارهما يؤدي إلى زيادة الأرباح و التوزيعات في المستقبل[3].

نحاول في هذا المطلب إعطاء تعريف محكم لفكرة سياسة توزيع الأرباح،ثم كيفية تحديد معدل توزيع الأرباح،و أخيرا إجراءات توزيع الأرباح.

أولا : سياسة توزيع الأرباح : نحاول إدراج أهم المفاهيم المرتبطة بسياسة توزيع الأرباح :

- ✓ التوزيعات هي الصورة العكسية للأرباح المحتجزة، ومن ثم فإن سياسة التوزيعات ما هي إلا المفاضلة بين توزيع الأرباح و احتجازها بغرض إعادة استثمارها. وعادة ما تشير سياسة توزيع الأرباح إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة[4].
- ✓ سياسة توزيع الأرباح تعني التصرف بالأرباح، و ذلك بتحديد نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين و الذي يحقق رغبة المدير المالي في تعظيم القيمة السوقية للسهم، ولكن في ذات الوقت الموازنة بين التوزيعات و النمو[5].
- ✓ التوزيعات هي تلك الدفعات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقا لربحية المؤسسة و سيولتها.
- ✓ ورد مفهوم الأرباح الموزعة في (the random house dictionary of the English language) على انه مجموعة النقود المدفوعة على حملة الأسهم في المؤسسة من الأرباح، و يدفع هذا المقسوم عندما تحقق أرباحا حالية، أو يتم دفعه من الأرباح المحتجزة عن فترة سابقة.

[1] حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، عمان، 2004، ص869.

[2] محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية : مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006، ص359.

[3] عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004، ص385.

[4] منير إبراهيم هندى، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ط2، منشاة المعارف، الاسكندرية، 2005، ص307.

[5] عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص389.

- ✓ تعرف التوزيعات على أنها توزيعات الملكية لحملة الأسهم من الأرباح الحالية أو المتراكمة عن سنوات سابقة، و أن توقيت التوزيع يخضع لمصادقة مجلس إدارة المؤسسة[1].

- ✓ كما يمكن إعطاء قراءتين لسياسة المؤسسة في توزيع الأرباح، وفحواهما واحد، إذ يمكن التساؤل عن مقدار الأرباح المعاد استثمارها أو عن مقدار الأرباح الموزعة، لذلك فإن قرارات توزيع الأرباح تشير إلى نسبة الأرباح التي تقرر إعادة استثمارها داخل نفس المؤسسة لتمويل نموها وتطورها داخليا. كما تشير هذه القرارات أيضا إلى حصة الأرباح الموجهة للمساهمين تلبية لرغبتهم في تحقيق معدل مردودية مناسب و تحدد هذه القرارات درجة ارتباط المؤسسة مقابل التمويل الخارجي و ضرورة لجوؤها إلى سوق رؤوس الأموال للحصول على الأموال الضرورية للنشاط[2].

بناءا على ما تقدم من مفاهيم مختلفة لسياسة توزيع الأرباح يمكن إعطاء تعريف شامل و موجز كتالي :

سياسة توزيع الأرباح هي عملية المفاضلة بين توزيع الأرباح -سواء كانت الحالية أو الناتجة عن فترات سابقة- أو إعادة استثمارها، من أجل تحديد النسبة المقرر توزيعها من الأرباح على حملة الأسهم العادية، من أجل خدمة هدف إعادة أموال المساهمين، كما تهدف المؤسسة إلى تعظيم ثروة المساهمين أو تحسينها.

تبحث المؤسسة كذلك عن سياسة توزيع مثلى، و هي "تلك التي تضع توازنا بين التوزيعات الحالية و التوسعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق"[3].

ثانيا : نسبة الأرباح الموزعة و أهميتها للمستثمر

تحتسب هذه النسبة بقسمة الأرباح الموزعة لحملة الأسهم العادية خلال الفترة على صافي الربح المتاح لهم. و يمكن احتساب هذه النسبة أيضا بقسمة نصيب السهم من التوزيعات على نصيب السهم من الأرباح.

[1] امجد رمضان الراوي، مفهوم مقسوم الأرباح والاعتبارات و السياسات التي تحكم مقسوم الأرباح :
consulté le 28-7-2010. http://www.iraqiislamicb.com/bohoth.htm

[2] عبد الوهاب دادن، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية : نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية، أطروحة دكتوراه، غ منشورة، جامعة الجزائر، 2007-2008 ، ص47.

[3] عدنان تايه النعيمي وسعدون مهدي الساقي وأسامة عزمي سلام وشقيري نوري موسى، الإدارة المالية : النظرية و التطبيق، ط2، دار المسيرة، عمان، 2008، ص455.

$$\text{نسبة الأرباح الموزعة} = \frac{\text{الربح الموزع على المساهمين}}{\text{الربح المتاح للمساهمين}} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (2-1)$$

أو

$$\text{نسبة الأرباح الموزعة} = \frac{\text{نصيب السهم من التوزيعات}}{\text{نصيب السهم من الأرباح}} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (3-1)$$

تعكس نسبة التوزيعات تقويم الإدارة لدلائل الاستثمار في المؤسسة. فانخفاض النسبة يعني انه يتم تخصيص نسبة كبيرة – في شكل زيارة رصيد الأرباح المحتجزة – لتنفيذ فرص استثمارية مستقبلية ترى المؤسسة أنها قد تكون مربحة.

يمكن أن يكون لانخفاض نسبة التوزيعات دلالة معاكسة، إذ قد يعكس ذلك الضغوط المالية المفروضة على المؤسسة من الدائنين لتخفيض التوزيعات. و من ناحية أخرى قد يعنى ارتفاع نسبة التوزيعات أحد الأمور الآتية: إما نضج المؤسسة في مجالها الإنتاجي،أو قصو ر في الفرص الاستثمارية المربحة المتاحة أمام المؤسسة، أو رغبة الإدارة في الحفاظ على مستوى التوزيعات السائد في السنوات السابقة حتى لو انخفضت الأرباح[1]. و لا يشترط أن زيادة الأرباح تنعكس في زيادة التوزيعات رغم وجود علاقة بين الأرباح و التوزيعات، وكما يستدل من نمو التوزيعات كمؤشر على قوة المركز المالي للمؤسسة[2].

من الملاحظ أن الاتجاه السائد في المؤسسات الجديدة و النامية، دفع معدل توزيعات منخفضة، نظرا لإعادة استثمار غالبية الأرباح داخل المؤسسة[3]. إذن تساعد هذه النسبة على معرفة اتجاهات المؤسسة إلى التوسع و الامتداد و تقوية مراكزها المالية، أو الاتجاه إلى زيادة جاذبيتها السوقية[4].

---

[1] مؤيد راضي خنفر وغسان فلاح المطارنة ، مرجع سبق ذكره، ص 112.

[2] عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية : أسهم سندات. وثائق الاستثمار. الخيارات، د ط، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 283.

[3] عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص285.

[4] أمين السيد احمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقيم ومراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية،2005، ص 123.

تعتبر أيضا هذه النسبة ذات دلالة هامة في شكل عائد مادي ملموس –حيث يمكن للمستثمر إعادة استثمار هذه التوزيعات بنفسه[1]. لذا يفوق اهتمام المستثمر بنصيب السهم من الأرباح الموزعة اهتمامه بنصيب السهم العادي من الأرباح المحققة[2].

ثالثا : إجراءات توزيع الأرباح

قبل التطرق إلى إجراءات توزيع الأرباح، نتعرض إلى كيفية تخصيص الأرباح الصافية المحققة للوصول إلى الربح الممكن توزيعه.

الربح الممكن توزيعه هو ربح الدورة منقوص منه الخسائر السابقة و جميع الاحتياطات سواء القانونية أو النظامية و يضاف إليه الترحيل من جديد[3].

الربح الممكن توزيعه يتمثل في الربح الصافي المحقق خلال السنة مخصوما منه الخسائر المرحلة من سنوات سابقة (إن وجدت) مخصوما منه ما تم تجنيبه من احتياطات سواء القانونية أو النظامية أو احتياطات أخرى مضافا إليه الترحيل من جديد و يجوز أن يضاف إلى الربح الممكن توزيعه بموجب قرار من الجمعية العامة بعض أو كل الاحتياطات، و ذلك فقط بالنسبة للاحتياطات التي تملك الجمعية التصرف فيها، كما يشترط أن يتضمن قرار الجمعية العامة بيانا بأوضاع المال الاحتياطي الذي يتم التوزيع منه.

بعد أن يتم إقرار الميزانية و قائمة الدخل، تحدد الجمعية العامة الربح الممكن توزيعه (مع مراعاة ما سبق ذكره)، و تعلن عن نسبة و قدر توزيعات الأرباح[4]، هذه الأخيرة تعد الخطوة الأولى في إجراءات توزيع الأرباح.

---

[1] عبد الغفار حنفي ، مرجع سبق ذكره، ص 283.

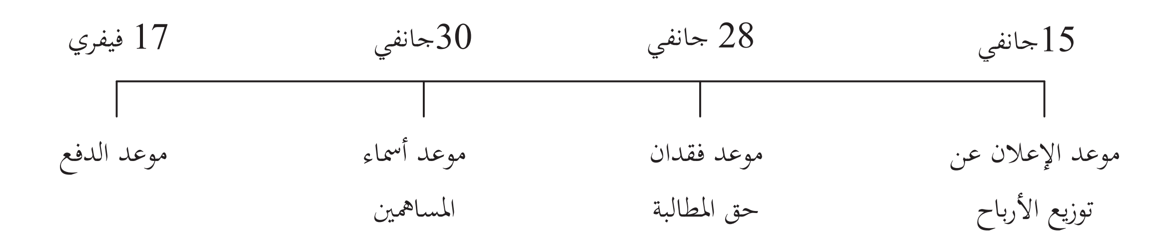
[2] محمد البشير بن عمر، دراسة اثر المتغيرات المالية والاقتصادية على أسعار الأسهم مع الإشارة حالة : بورصة الأردن، رسالة ماجستير، غ منشورة، جامعة ورقلة، 2009، ص121.

[3] Alain Burland et Annaik Guvvarch, DSCG2 Finance-Manuel, Arnaud thauvron, Foucher, 2007-2008, p 201.

[4] احمد السيد البسيوني ومحمد السيد سرايا، المحاسبة المالية لشركات الأموال، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص287.

يعتبر شكل الإجراء المعتمد في توزيع الأرباح على المساهمين من الأمور التي تهتم بها الإدارة المالية عند توزيع الأرباح، وعادة ما تكون هذه الإجراءات مبنية على أربع تواريخ مهمة يعرضها الشكل التالي و الذي يستند على تواريخ توضيحية(على سبيل المثال) :

الشكل رقم1-1: إجراءات توزيع الأرباح



المصدر : حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 875.

و فيما يلي توضيح لهذه التواريخ المهمة :

1- موعد الإعلان عن توزيع الأرباح :

بتاريخ 15جانفي (مثلا) يجتمع مجلس الإدارة في المؤسسة و يعلن عن توزيع الأرباح على المساهمين بمقدار معين لكل سهم و ذلك للمساهمين الذين ترد أسمائهم في سجلات المؤسسة بتاريخ 17فيفري و لكل المسجلين من 30جانفي.

2- موعد تسجيل أسماء المساهمين بالسجلات :

يطلق عليه تاريخ السجل،و في الشكل أعلاه تجهز المؤسسة بتاريخ 30 جانفي قائمة بالمساهمين الذين يحق لهم استلام الأرباح المعلن عنها، إن كلمة **الحق** هنا مهمة جدا لتوزيع الأرباح، إذ سوف لن يدفع لمجموعة الأفراد الذين اشتروالأسهم و لم ترد أسمائهم إلى المؤسسة بعد 30 جانفي.

3- موعد فقدان حق المطالبة بالأرباح الموزعة:

هو التاريخ الذي يفقد فيه حامل السهم حق مطالبته بالأرباح، و في العادة فإن أغلب البورصات تضمن لحملة الأسهم الحصول على الأرباح إذا سجلوا أسمائهم قبل ثلاثة أيام* من تاريخ السجل، إن اليوم الثاني قبل تاريخ التسجيل و هو يوم 28 جانفي، و في مثالنا أعلاه، هو يوم موعد فقدان حق المطالبة بالأرباح الموزعة.

4- موعد الدفع أو التوزيع :

جرت العادة على أن تتخذ الإدارة المالية قرارها بتوزيع الأرباح بعد أسبوعين من موعد تسجيل أسماء المساهمين في السجلات، وعليه فإن عملية التوزيع الفعلي سوف تتم يوم 17 فيفري .

يعتبر موعد فقدان حق المطالبة بالأرباح من الأيام المهمة بالنسبة للمستثمرين، لأن المستثمر الذي يشتري السهم قبل يوم فقدان حق المطالبة بالأرباح سوف يستلم الأرباح الموزعة و المعلن عنها،بينما بقية المستثمر ين الذين يشترون الأسهم في يو م فقدان حق المطالبة أو بعد ذلك، سوف لا يستلمون شيئا[1]. مع ملاحظة أن يوم إبرام الصفقة يدخل ضمن الأيام الثلاثة التي يتحدد على أساسها الحق في التوزيعات، بعبارة أخرى، تتوقف القيمة السوقية للسهم على تاريخ السجل. فالسهم المباع يوم 27جانفي يتوقع أن يكون سعره أعلى من سعر السهم المباع في 29 جانفي بما يعادل قيمة التوزيعات المقررة، ذلك أن من اشترى السهم يوم 29جانفي لن يكون له الحق في التوزيعات، طالما أن الشراء قد تم قبل يومين فقط من تاريخ السجل، و من ثم لا يتوقع أن يقبل شراء السهم بنفس السعر الذي كان يمكن أن يشتري به السهم يوم 27 جانفي[2].

المطلب الثالث: علاقة قرار توزيع الأرباح بالقرارات المالية الأخرى

يمكن ملاحظة التفاعلات التي تحدث بين القرارات المالية في المدى الطويل، انطلاقا من الدورات الأساسية لنشاط المؤسسة (دورة الاستغلال و دورة الاستثمار و دورة التمويل). ففي البداية يتطلب النشاط

---

* بالنسبة للمؤسسات الأمريكية تحدد المدة بأربعة أيام قبل تاريخ السجل، والسبب في وضع هذه المدة وتحديد تاريخ فقدان حق المطالبة انه عادة ما تمضي فترة زمنية منذ إجراء عملية البيع و حتى إبلاغ المؤسسة.

1 حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 874-876.

2 منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص390.

الاقتصادي للمؤسسة توفير التمويل اللازم، بعدها تولد دورة الاستغلال -في ظل ظروف عادية- فوائض مالية تسمح بمكافأة كل من دورة الاستثمار (مردودية)ودورة التمويل (تكلفة التمويل)، و هذا ما يدعى بالتمويل الذاتي. و بذالك فإن اتخاذ أي قرار مالي (استثمار، تمويل، توزيع الأرباح) لا يمكن أن يكون بمعزل عن باقي القرارات الأخرى[1].

يتضح مما سبق أن اتخاذ قرار توزيع الأرباح يجب أن يأخذ بعين الاعتبار كل من قرار الاستثمار و قرار التمويل. حيث يقتطع من الربح القابل للتوزيع كل ما من شأنه المحافظة على الاستثمارات، و الفائض يتم توزيعه هذا الأخير قد يأتي من أحد المصدرين أو من كليهما معا في حالة الضرورة. و هذين المصدرين هما : نتيجة الدورة الاقتراض أو إصدار أسهم جديدة. و يمثل المصدر الأول الاتجاه الأول لمواجهة متطلبات سياسة توزيع الأرباح، في حين أن المصدر الثاني هو البديل المتاح عندما لا يتوفر أو لا يكفي المصدر الأول.

و التساؤل الهام هنا: هل سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، تعد قرار استثماريا أم قرار تمويليا، و لماذا[2]؟ و للإجابة على هذا السؤال، نتطرق أولا لمفهوم القرارات المالية، ثم التطرق إلى قرار توزيع الأرباح كقرار استثماري ثم قرار توزيع الأرباح كقرار تمويلي.

أولا : مفهوم القرارات المالية

تتمثل القرارات المالية عادة في قرارات الاستثمار و قرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح. و تولد هذه القرارات في مجموعها تأثيرا مشتركا على نمو المؤسسة وعلى إستراتيجيتها المتوسطة و بعيدة المدى، مما يجعل منها قرارات إستراتيجية و مصيرية تمس حياة و مستقبل المؤسسة في المدى البعيد.

تتميز هذه القرارات بأنها ذات أبعاد متعددة (بعد قانوني، محاسبي و مالي، اقتصادي). يتجلى البعد القانوني من خلال طبيعة و هيكل تمويل المؤسسة، بمعنى القيود التي تفرضها الأطراف الممولة لها سواء بحكم امتلاك حصة في

---

[1] عبد الوهاب دادن ، مرجع سبق ذكره، ص116.

[2] فتحي إبراهيم محمد احمد، الفصل التاسع : قرارات توزيع الأرباح : .consulté le 21-1-2010. faculty.ksu.edu.sa/74146/publications/…/

ر أس المال أو بموجب عقد إقراض أما البعد المحاسبي و المالي فيتجلى من خلال الاختيارات المحاسبية للمؤسسة وأساليب بث المعلومات المالية و كذا سياسة التمويل الذاتي. بينما يتمثل البعد الاقتصادي في تأثير هذه القرارات المالية على قيمة المؤسسة[1].

ثانيا : قرار توزيع الأرباح كقرار استثماري

تهتم القرارات الاستثمارية باختيارات المؤسسة للمشاريع التي لا بد من إنجازها لضمان الاستمرارية و البقاء ويتكون قرار الاستثمار من كل القرارات التي لها تأثير فعلي على المدخلات المستقبلية للأموال. و من وجهة نظر مالية يعني قرار الاستثمار التضحية بالسيولة الحالية في سبيل الحصول على إيرادات مستقبلية تفوق رأس مال المشروع الاستثماري[2].

يتم اتخاذ قرار توزيع الأرباح بأخذ بعين الاعتبار الخطة الاستثمارية للمؤسسة، أي مخطط المؤسسة في تمويل استثماراتها عن طريق التمويل الذاتي دون اللجوء إلى الاقتراض، حيث يتم حجز أكبر نسبة من الأرباح لتمويل هذه الاستثمارات، و في هذه الحال، المؤسسة قبل أن تقرر كيفية استعمال أرباحها، تدرس إمكانياتها الاستثمارية فهي لا تقرر مقدار الربح الموزع إلا بعد اختيار المشاريع الاستثمارية التي يكون عائدها أعلى من تكلفة رأس مالها[3].

إذن قرار توزيع الأرباح هو نتيجة اختيار الاستثمارات إذا كانت المؤسسة تسعى لاحتجاز أرباحها لأن لديها فرصة مناسبة للاستثمار في مشاريع مربحة[4].

---

[1] عبد الوهاب دادن ، مرجع سبق ذكره، ص44 ص93.

[2] المرجع السابق، ص44 ص95.

[3] Narjiss Boubakri et Imed Chkir et Yoser Gadhoum et Maher Kooli, la principes de la finance d'entreprise, gaétan morin, p178.

[4] la politique de dividendes, posted by julien on january 2,2010 : http : //www.graphseo.net/la-politique-de-dividendes/ consulté le 6-8-2010.

تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرار استثماري إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على التمويل الذاتي، و في مثل هذا الموقف، قد يمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمارات المتاحة للمؤسسة، ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا قد يعكس مشكلة استثمارية يحتم الموقف الخاص بها اتخاذ قرار ضروري لمجابهتها.

إن البحث عن حلول لسياسة توزيع الأرباح كمشكلة استثمارية قد يفرض على المؤسسة أن تنتظر حتى تقرر اختيار الفرص الاستثمارية المتاحة، و استخدام الجزء المتبقي في عملية توزيع الأرباح و ذلك بعد استفاء كافة متطلبات الاستثمار في المؤسسة. ولكن ما الذي يجب على المؤسسة أن تقرره إذا كانت تريد من البداية أن تتفادى مثل هذه المشكلة لقرار توزيع الأرباح، هل عليها أن تلجأ إلى الاقتراض أو إصدار أسهم جديدة؟ و هذا ما سوف نجيب عليه في الجزء القادم[1].

ثالثا : قرار توزيع الأرباح كقرار تمويلي

تبحث قرارات التمويل في الكيفية التي تتحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية للاستثمارات. فهل يجب عليها إصدار أسهم جديدة أو اللجوء إلى الاستدانة ؟. كما لهذه القرارات انعكاسات و آثار على أداء المؤسسة وعلى درجة الخطر المالي الذي تتعرض إليه، و بالتبعية على تكلفة رأس المال و العلاوة التي تطالب بها الأطراف الممولة لها[2].

قبل التطرق إلى علاقة قرار توزيع الأرباح بقرار التمويل سوف نتعرض إلى علاقة قرار توزيع الأرباح بالتمويل الذاتي باعتباره أحد مصادر التمويل.

1. علاقة قرار توزيع الأرباح بالتمويل الذاتي :

يعتبر التمويل الذاتي المحور الأساسي للتمويل خصوصا في مرحلة النمو، حيث يساهم بشكل مباشر في التقليل من المصادر الخارجية للتمويل، و بالمقابل يلعب دور هام في جذب وتحضير و سائل التمويل الخارجية عند اللجوء إلى الاستدانة و/ أو فتح رأس المال للمساهمة[3].

---

[1] فتحي إبراهيم محمد احمد، الفصل التاسع : قرارات توزيع الأرباح : .consulté le 21-1-2010 faculty.ksu.edu.sa/74146/publications/…/
[2] عبد الوهاب دادن ، مرجع سبق ذكره، ص45.
[3] يوسف قريشي و الياس بن ساسي، التسيير المالي : دروس و تطبيقات، ط1، دار وائل، عمان، 2006، ص240.

يمكن تعريف التمويل الذاتي على أنه"الآلة التي تسمح بتحويل النقود إلى قيمة "[1]، كما يتمثل في النتيجة الإجمالية بعد الضريبة وتوزيعات الأرباح، لينتج عنها فائض نقدي محقق من طرف المؤسسة من خلال نشاطها الأساسي و الذي تحتفظ به لتمويل نموها المستقبلي[2].

و يحسب التمويل الذاتي بالعلاقة التالية:

$$AF = CAF - DD \ldots\ldots\ldots (4-1)$$

حيث:

AF : التمويل الذاتي.

CAF : القدرة على التمويل الذاتي*.

DD : التوزيعات المدفوعة[3].

الاحتفاظ بالأرباح لزيادة التمويل الذاتي يمكن أن يتخذ عدة صور:

1) الاحتفاظ بالأرباح حسب مستوى الاحتياجات المالية، و بالتالي فمكافأة رأس المال هي رصيد متبقي بعد تغطية الأرباح لمستوى الاحتياجات المالية المستقبلية؛

2) مكافأة رأس المال تمثل قيد مالي، و بالتالي يتحدد حجم التمويل الذاتي حسب النتيجة الصافية المحققة؛

3) في حالة النمو المنتظم لمكافأة رأس مال، يحدد الأخير بهامش أمان في حالة نتائج أقل من التقديرات[4].

---

[1] Pierre vernimmen, finance d'entreprise, 7eédition, Dalloz, paris, 2009, p883.

[2] تبر زغود ، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية : دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام و الخاص في الجزائر، رسالة ماجستير، غ منشورة، جامعة ورقلة، 2009، ص17.

* القدرة على التمويل الذاتي هي عبارة عن الفائض الإجمالي للاستغلال منقوصامنه المصاريف المالية الصافية والضرائب على أرباح الشركات و مضافا إليه رصيد العمليات الاستثنائية التي لها تأثير على الخزينة.

[3] على بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة : دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، رسالة ماجستير، غ منشورة، جامعة ورقلة، 2008-2009، ص64.

[4] يوسف قريشي و الياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص247.

يتضح مما سبق علاقة توزيع الأرباح بالتمويل الذاتي، فكما أسلفنا الذكر توزيعات الأرباح هي الصورة العكسية للتمويل الذاتي. و تفضل المؤسسة الاحتفاظ بجزء من أرباح المساهم للأسباب التالية :

1) يحافظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة إذ لا يوجد رقابة للدائنين عليه؛

2) يجنب المؤسسة تحمل أعباء تعاقدية مثل دفع الفوائد و تسديد الديون عند اللجوء إلى الاستدانة كمصدر تمويل؛

3) يفتح مجال للاستدانة، إذ يعتبر التمويل الذاتي الركيزة الأساسية لإعداد مخطط التمويل و ذلك لان الوسطاء الماليو ن لا يمنحون اعتمادات مالية إلا عند مستوى تمويل ذاتي يضمن قدرة المؤسسة على السداد و يحقق الفعالية الاقتصادية للنشاط؛

4) يساهم في إبعاد المخاطر المتعلقة بالبيئة المالية كالتوقف عن الدفع و مخاطر العسر المالي.

يترتب على استخدام التمويل الذاتي بعض الأخطار تتمثل فيما يلي:

1) قد يؤدي إلى فقدان اهتمام المساهمين بالمؤسسة نتيجة تراجع الأرباح الموزعة؛

2) يكون التمويل الذاتي في بعض الأحيان غير كاف لتمويل كل الاحتياجات التمويلية للمؤسسة، بالتالي فالاعتماد الكلي عليه لتحقيق عملية النمو المستقبلي تكون بشكل بطيء، و من ثم عدم التمكن من الاستفادة من الفرص الاستثماريةالمتاحة و المربحة بسبب هذا النوع من التمويل[1].

و مع ذلك، يسمح التمويل الذاتي بتمويل الاستثمارات بمعدل عائد أقل من معدل المردودية المطلوبة من المساهمين لتعويض مخاطرهم. غير أنه يحذر من الوقوع في فخ التمويل الذاتي فهو بدون تكلفة (تكلفة معدومة)، في حين أن التكلفة الحقيقية هي تكلفة الفرصة البديلة، و التي تساوي إلى تكلفة الأموال الخاصة*[2]. لكن هناك أسباب أخرى و جيهة لاستخدام التمويل الذاتي، وهي تجنب تكاليف إصدار أسهم جديدة أو سندات. علاوة على ذلك، فإن الإعلان عن زيادة في رأس المال في كثير من الأحيان يعطي فكرة سيئة بالنسبة للمستثمرين الذين

[1] تبر زغود ، مرجع سبق ذكره، ص 20.

[2] فتحي إبراهيم محمد احمد، الفصل التاسع : قرارات توزيع الأرباح : .consulté le 21-1-2010. faculty.ksu.edu.sa/74146/publications/…/

* يمثل معدل المردودية المطلوب من قبل مساهم المؤسسة.

يخشون من تراجع الأرباح في المستقبل أو زيادة الخطر وبناءا عليه، يغطي التمويل الذاتي معظم احتياجات الاستثمار التي تملكها المؤسسة، لأنه أكثر ملائمة من استخدام التمويل الخارجي[1]. غير انه لا يكفي التمويل الذاتي عادة لتغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة، لذلك فإن التمويل الخارجي عامل أساسي و حيوي في بقاء و استمرار المؤسسة لأنه يسمح لها بالاستفادة من الفرص الاستثمارية التي تتاح لها في أي وقت.

2. علاقة قرار توزيع الأرباح بقرار التمويل الخارجي :

مصادر التمويل الخارجية هي تلك الأموال أو الموارد التي تحصل عليها المؤسسة من الغير لتمويل احتياجاتها و تتمثل في :

أ- الزيادة في رأس المال :

يمثل فتح رأس المال للمساهمة مصدر تمويل خارجي تلجأ إليه المؤسسة عند استحالة تغطية الاحتياجات المالية عن طريق الموارد الداخلية كالتمويل الذاتي، و هو عملية مالية تؤدي إلى زيادة مستوى رأس المال بواسطة الشراكة الخارجية.

ب- الاستدانة :

تعتبر الاستدانة من الموارد المالية الضرورية، حيث تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة الخارجية بالرغم من ارتفاع مستوى القدرة على التمويل الذاتي، و يتوقف حجم الاستدانة تبعا لمعدل نمو النشاط تحت قيد تكلفة الاقتراض و هدف الاستقلالية المالية[2].

تظهر العلاقة بين قرار توزيع الأرباح و التمويل الخارجي عند لجوء المؤسسة في بعض الحالات إلى الاعتماد على المصدر الخارجي في توزيع الأرباح، و ذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناتجة عن استخدام التمويل الذاتي

---

[1] Richard Brealey et Stewart Mers et Franklin Allen, Principes de gestion financière, 8e édition, Edition Française , paris, p 385.

[2] يوسف قريشي و الياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص245، ص 248.

و في مثل هذا الموقف، قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية مشكلة تمويلية، خاصة إذا كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة، و يعني هذا بالدرجة الأولى أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح، لابد و أن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل، أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن (تعظيم ثروة المساهمين).

من الملاحظ، أن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة **–** كقرار **-** ليس بالأمر الهين. فهي تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة و معقدة، و عليه فإن معالجة هذه السياسة يجب أن تتم في ضوء الهدف الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه.

يبدو الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح و قرارات الاستثمار و التمويل واضحا من خلال العلاقة التالية:

توزيعات الأرباح = النقود الناتجة عن الدورة**+** مصادر التمويل الخارجية**-**الأموال المطلوبة للاستثمار.**.......(1-5)**

توضح العلاقة السابقة أن عملية توزيع الأرباح في المؤسسة، ما هي إلا محصلة للفرق بين ما هو متاح لهذه المؤسسة من نقود (داخلية أو خارجية) و بين ما تحتاجه من أموال لعمليات الاستثمار. مع ملاحظة أنه إذا كانت النقود الناتجة عن الدورة كافية لتغطية مطالب الاستثمار أو تزيد عنها، فلا حاجة أصلا للحصول على الأموال الخارجية كاتجاه لتمويل عملية التوزيع.

مما سبق، يمكن أن نستنتج أن القرار في الموقف الأول كان ينصب على الاستثمارات، في حين في الموقف الثاني يركز على التمويل، أما في الموقف الثالث فكان يجمع بينهما. و لعل هذا الاستنتاج يؤدي بنا إلى طرح السؤال التالي: هل تشكل سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة اتجاها حتميا ؟

نجد أن معظم المؤسسات الناجحة تميل إلى تحقيق المزيد من الاستقرار لسياسة تو زيع الأرباح، و السبب في ذلك المحافظة على مستوى دخل معين مناسب للمستثمر (المساهم**)**، الذي غالبا ما يتحدد بمقدار العائد الذي يحصل عليه من المؤسسة على أسهمه، و أن ما يحصل عليه الآن من حيث القيمة والقوة الشر ائية أفضل مما يحصل عليه مستقبلا. كما نجد في استقرار سياسة توزيع الأرباح تقوية للمركز الائتماني للمؤسسة، بالإضافة إلى زيادة

إقبال المساهمين و حملة الأوراق المالية الأخرى على شراء كل ما تصدره المؤسسة من أوراق مالية جديدة. أما عدم استقرار سياسة توزيع الأرباح، فقد يؤثر على مقدار الأرباح الممكن احتجازها و كذلك إعادة استثمارها في المؤسسة.

مما سبق، تظهر أهمية سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات، كاتجاه ضروري[1].

المبحث الثاني : العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

اشرنا فيما سبق إلى مفهوم سياسة توزيع الأرباح و في هذا الإطار تلعب العديد من العوامل دورا مهما عند اتخاذ الجمعية العامة لقرار توزيع الأرباح، فهناك جملة من الاعتبارات التي تحكم هذا القرار، وهنا حاولنا حصر هذه العوامل أو الاعتبارات في خمسة أجزاء كما يلي :

1-القيود القانونية والتعاقدية؛

2-النمو والفرص الاستثمارية المتاحة؛

3 -حجم الأرباح وتوفر السيولة؛

4-الضرائب؛

5-عوامل أحرى.

المطلب الأول : القيود القانونية والتعاقدية

أولا : القيود القانونية :

تختلف القواعد أو القيود القانونية التي تؤثر في سياسة توزيع الأرباح من بلد إلى أخر ومن زمن إلى أخر واهم هذه القيود هي :

[1] فتحي إبراهيم محمد احمد، الفصل التاسع : قرارات توزيع الأرباح : .faculty.ksu.edu.sa/74146/publications/…/ .consulté le 21-1-2010

1- قيد إضعاف رأس المال :

يتوقف هذا القيد على المقصود برأس المال. فإذا كان المقصود به القيمة الاسمية للأسهم المصدرة أو ما يطلق عليه برأس المال القانوني، حينئذ يمكن أن تجرى التوزيعات من الزيادة المتمثلة في الفرق بين القيمة اللفترية و القيمة الاسمية للأسهم، وهو ما يطلق عليه رأس المال الإضافي، إلى جانب ما يمكن احتجازه من أرباح السنة التي تجرى عنها التوزيعات. أما إذا كان المقصود برأس المال القيمة المدفوعة في شراء السهم، أي رأس المال القانوني إضافة إلى رأس المال الإضافي، حينئذ سوف يقتصر التوزيع على ما يمكن احتجازه من أرباح.

2- قيد صافي الأرباح :

يرتبط بالقيد السابق، وقد يكون بديلا له، حيث يقضي بأنه لا يتم إجراء توزيعات ما لم تكن هناك أرباح سبق أن تحققت. والهدف كما يبدو هو منع الملاك من سحب استثماراتهم في رأس مال المؤسسة[1].

3- قيد عدم كفاية الأصول لتغطية الخصوم :

يقضي هذا القيد بأنه لا يمكن أن تدفع توزيعات نقدية إذا كان صافي المركز المالي للمؤسسة (الأصول - الخصوم) لا تساوي القيمة الإجمالية لأسهم المؤسسة المتداولة، والهدف من هذا الشرط هو ضمان أن أصول المؤسسة تزيد على خصومها بهامش يكون صغيرابالمقارنة بأصول و خصوم المؤسسة، مع ذلك يعتبر كحد أدنى نوع من الضمان للدائنين[2].

4- قيد العقوبة الضريبة :

يفرض هذا القيد، إذا ثبت لمصلحة الضرائب أن نسبة التوزيعات منخفضة بشكل مريب.أي بطريقة تستهدف مجرد تحويل التوزيعات إلى أرباح رأسمالية بما يعطى للمستثمرين فرصة لتأجيل دفع الضرائب المستحقة عليهم، حيث تقوم مصلحة الضرائب بفرض ضريبة خاصة إضافية، مثل هذا الإجراء من شأنه أن يحد من محاولات حملة الأسهم الأغنياء من التأثير على سياسة التوزيعات، وذلك بإعطاء أفضلية لاحتجاز الأرباح[3].

---

[1] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص338.

[2] عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص405.

[3] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص339.

5- قيد الإعسار المالي :

يعنى عدم توفر نقد يمُكن المؤسسة من دفع ديونها في مواعيدها، وقد يوجد هذا القيد للحد من التصرف في الأرباح، ويطبق على المؤسسة التي تواجه نقصا في السيولة وعدم القدرة على مواجهة التزاماتها، لذلك قد يتعذر على مثل هذه المؤسسات أن تجرى أي توزيعات تقديه[1].

ثانيا : القيود التعاقدية

يقصد بالقيود التعاقدية أن الاتفاقيات والعقود لمبرمة بين المؤسسة و الدائنين أو بينها وبين أصحاب الأسهم الممتازة، قد تتضمن بعض الشروط التي تحد من حرية تصرف المؤسسة لحماية الدائنين أو أصحاب الأسهم الممتازة[2]. فمثلا عادة ما تضع عقود القروض قيد يقضي بأن لا تجرى التوزيعات من أرباح سبق احتجازها قبل تاريخ إبرام العقد، فالتوزيعات تكون فقط من الأرباح المتولدة بعد ذلك التاريخ. كما قد ينص العقد على منع إجراء توزيعات ما لم تكن نسبة التداول ومعدل تغطية الفوائد في مستوى معين وذلك بهدف ضمان توفير موارد يسهل تحويلها إلى نقود لخدمة الدين. كذلك قد يتضمن عقد إصدار أسهم ممتازة قيد يقضي بعدم إجراء توزيعات على حملة لأسهم العادية، ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المتجمعة لهم عن سنوات سابقة.و هو ما يطلق عليه بقيد الأسهم الممتازة[3].

يتضح مما سبق أن سياسة توزيع الأرباح تتأثر بشكل كبير عندما تكون مثل هذه القيود موضع التنفيذ، لأنها تحد من حرية الإدارة في إتباع سياسة توزيع قد تتعارض مع القيود المفروضة .

المطلب الثاني : الفرص الاستثمارية المتاحة وفرص النمو

تقوم المؤسسة عندما تحقق ربحا معينا خلال الدورة بإعادة استثمار جزء منه لينتج عنه قدرا معينا من الأرباح وهكذا... بشكل تراكمي، فطالما أن الأرباح في تزايد فإن القدرات الاستثمارية في نمو، وبهذا تعمل المؤسسة على تمويل جزء من نموها بنفسها[4]. و بالتالي للفرص الاستثمارية المتاحة وفرص النمو تأثير على سياسة توزيع الأرباح و ذلك كالأتي:

[1] عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص406.
[2] المرجع السابق، ص405.
[3] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص339.
[4] عبد الوهاب دادن ، مرجع سبق ذكره، ص155.

أولا : الفرص الاستثمارية المتاحة

يظهر تأثير الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة على سياسة توزيع الأرباح، كون المؤسسة إذا لم ترغب في استثمار أرباحها أو أنها لا ترغب في استهلاك ديونها (تخفيضها) فانه يمكن توزيع هذه الأرباح نقدا. أما إذا توفر ت فرصة استثمارية مربحة، فانه يمكن استخدام هذه الأرباح في تمويلها[1]، وهذا ما يترتب عليه عدم استقرار نصيب السهم من التوزيعات. فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها، ينخفض حجم التوزيعات مع الزيادة في حجم الاستثمارات المتاحة، والعكس صحيح[2].

يلاحظ انه ليس من الشائع أو المألوف بالنسبة للمؤسسات النامية أو التي تنمو بسرعة و المتاح أمامها فرص استثمارية عالية العائد أن تتردد في استخدام الأرباح في تمويلها، ورغم ذلك فلا تستطيع أن تجري توزيعات بصفة عامة وإنما تفضل تمويل الاستثمارات من الأرباح (تمويل ذاتي أو داخلي) بدلا من توزيع الجانب الأكبر منها و اللجوء إلى التمويل الخارجي، ويرجع ذلك لتفضيل الملاك للأرباح أو المكاسب الرأسمالية بدلا من توزيع الربح في الوقت الحاضر[3].

ثانيا : فرص النمو

تحتاج المؤسسات التي تتمتع بفرص نمو سريعة للمزيد من الموارد المالية، حيث الاعتماد على مصادر تمويل ذاتي قد يكون أفضل من اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية في بعض الحالات، وهذا ما يدعو المؤسسات إلى القيام باحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها، ولجوئها إلى حجز أرباحها لتمويل عمليات التوسع يعفيها من اللجوء إلى الاستدانة و فوائدها(مصاريفها)، و أجال تسديدها ومخاطرها لاسيما إذا ما كانت تلك الأرباح المحتجزة كافية لهذه العمليات. كما أن الاضطرار إلى إصدار المزيد من الأسهم لتمويل النمو المرتقب ينطوي على تكلفة، وقد يترتب عليه إضعاف مركز المساهمين الأصليين في الجمعية العامة، أو تعرضهم للخسائر بسبب الانخفاض المحتمل في القيم السوقية للسهم[4].

المطلب الثالث : حجم الأرباح وتوفر السيولة

تعتبر قيمة الأرباح- سوآءا المحققة أو المتراكمة أو المتوقعة- وتوفر السيولة لدى المؤسسة في مقدمة العوامل التي على الجمعية العامة مراعاتها عند اتخاذ قرار توزيع الأرباح، ويمكن توضيح ذلك كما يلي :

[1] عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص402.
[2] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص328.
[3] عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص402.
[4] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص335.(بتصرف)

أولا : حجم الأرباح

تتأثر سياسة توزيع الأرباح بحجم الأرباح، فالمؤسسات التي تعاني من عدم استقرار في الأربا ح المتولدة عادة ما تميل إلى وضع سياسة توزيع غير سخية، وذلك على عكس المؤسسات التي تتمتع بقدر من الاستقرار في أرباحها، و يرجع ذلك إلى رغبة المؤسسة في تجنب الآثار السلبية لمحتوى المعلومات* Infoamation content التي تعكسها سياسة التوزيعات، وذلك عندما تلجأ الإدارة إلى تخفيض معدل الأرباح الموزعة في حالة انخفاض أرباحها. ومن بين السبل لتحقيق ذلك، أن تقرر من البداية سياسة تجري بمقتضاها التوزيع لنسبة صغيرة من الأرباح المتولدة، يمكن أن تحافظ عليها حتى لو حدث انخفاض في الأرباح المتولدة مستقبلا. يضاف إلى ذلك أن مثل هذه المؤسسات عادة ما تكون أكثر عرضة لمخاطر التوقف عن السداد Default Risk، ومن ثم تميل إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي. وهنا تظهر ميزة سياسة توزيع نسبة صغيرة من الأرباح المتولدة، و التي في ظلها تتاح فرصة توفير موارد مالية يمكن استخدامها في تمويل الاحتياجات الاستثمارية، دون الحاجة إلى الحصول إلى المزيد من القروض[1].

كما تهدف المؤسسات إلى تعظيم الأرباح المتوقعة لتتمكن من زيادة التوزيع النقدي للأرباح، ونجد أن اغلب المسيرين الماليين يميلون نحو الزيادة التدريجية وغير المباشرة للحفاظ على مستويات عالية من الأرباح أولا، و التحرك نحو التوزيع المستهدف في الأجل الطويل ثانيا[2].

ثانيا : توفر السيولة

يشكل النقد وإدارة الدورة النقدية محورا رئيسيا لهدف الإدارة المالية فيما يتعلق بالسيولة أي بالهدف قصير الأجل. وهذه الأهمية متأتية من آثارها المباشر ة والطويلة الأجل لاسيما تلك المتعلقة بتوازن التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، وتتفاوت الأهمية النسبية للنقد وفقا لتفاوت طبيعة وحجم نشاط المؤسسة ومدى استعدادها لتحمل المخاطر.

وفيما يتعلق بسياسة توزيعها للأرباح، فان النقد بوجه خاص والسيولة بوجه عام، واحدة من الاعتبارات المهمة في إقرار توزيع الأرباح بوصفه تدفقا خارجيا[3]، وعليه كلما كان النقد متوفرا و السيولة الكلية للمؤسسة اكبر، كلما كانت قابليتها على دفع التوزيعات اكبر.

---

*يدخل هذا في إطار نظرية الإشارة التي سوف نتطرق لها في الفصل القادم.

[1] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص334.

[2] حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 885.

[3] المرجع السابق، ص887.

نجد أن الأرباحالتي تحتفظ بها المؤسسات كأرباح محتجزة (والتي تظهر في الجانب الأيسر في الميزانية) عادة ما تستثمر في أصول مطلوبة لإدارةالمؤسسة، و أن الأرباح التي تحققها قد لا تحتفظ بها في شكل نقدي سائل، فقد تقوم باستخدامها لأغراض إنشاء مبنى للمؤسسة، أو لشراء آلات أو أي أصول أخرى، وبالتالي قد لا تستطيع توزيع أرباح بسبب انخفاض حجم السيولة لديها، أي أن السيولة تحد من التوزيعات النقدية[1].

إذن يرتبط إجراء التوزيعات بتوفر سيولة كافية. فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها، تزداد نسبة الأرباح الموزعة كلما توفر للمؤسسة المزيد من النقدية أو الأصول سريعة التحويل إلى نقدية. ومن ناحية أخرى، فان المؤسسات التي تنمو بسرعة، عادة ما تفضل الحد من إجراء التوزيعات. وحتى النقدية الفائضة عادة ما تكون لغرض الحيطة في مواجهة عدم التأكد، دون رغبة أو استعداد من جانب المؤسسة لاستخدام هذا الفائض في إجراء التوزيعات[2].

وفي هذا الصدد يشير كيتر إلى أن الاحتفاظ بالنقد له ثلاثة دوافع هي:

أ - دافع العمليات :

يشير دافع العمليات إلى وجود نقدية كافية لتسديد الالتزامات الناشئة عن عمليات المؤسسة، مثل شراء مواد أولية أو دفع رواتب، ويتوقف حجم النقدية لمواجهة هذا الدافع على حجم المؤ سسة ومدى الاستقرار في تدفقاتها النقدية.

ب - دافع الاحتياط :

يعني الاحتفاظ بقدر معين من النقدية لمواجهة التدفق النقدي غير المتوقع.

ت - دافع المضاربة :

يشير دافع المضاربة إلى قدرة المؤسسة على الاحتفاظ بقدر معين من النقد يمكنها من اغتنام فرص الربح الممكنة إذا ما حدثت في وقت مفاجئ[3].

[1] عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص233.
[2] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص334.
[3] على بن الضب ، مرجع سبق ذكره، ص127.

المطلب الرابع : الضرائب

تأخذ المؤسسة في اعتبارها معدل الضريبة عند إقرارها لسياسة توزيع الأرباح، ونميز هنا بين ثلاث أنواع للضرائب التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح كتالي :

أولا : الضرائب الشخصية

يخضع المساهم لضريبة شخصية على الدخل الذي يحصل عليه سواءا في شكل توزيعات للأرباح أو من المكاسب الرأسمالية* التي تتحقق من بيع أصول يحتفظ بها لفترة أطول من الزمن. وبناءا عليه، لو أن معظم حملة أسهم المؤسسة من بين أولائك الذين تقع دخولهم الشخصية في شريحة ضريبة عالية، فقد يكون من صالحهم إتباع المؤسسة لسياسة ضريبية يحتجز فيها اكبر قدر ممكن من الأرباح، بشرط أن تكون لديها فرص استثمارية ملائمة توجه إليها الأرباح المحتجزة، وذلك حتى لا تثير الشك لدى مصلحة الضرائب. أما إذا كان السواد الأعظم من حملة الأسهم تخضع دخولهم لشريحة ضريبية منخفضة، حينئذ قد تكون سياسة التوزيع السخية هي المفضلة[1]. وتزداد المشكلة تعقيدا إذا ما حدث تفاوت بين المستثمرين في معدل الضريبة الشخصي على الدخل، مما يؤدي إلى حدوث تباين في تأثير الضرائب الشخصية.

ثانيا : الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح

يمكن أن تقوم المؤسسة باحتجاز الأرباح المحققة دون إجراء أي توزيعات نقدية، وفي المقابل يحصل المستثمر(المساهم) على الدخل من خلال المكاسب الرأسمالية، و تتحقق هذه العملية إذا استخدمت هذه الأموال في شراء أصول إنتاجية و ألا تقتصر عملية الاحتجاز في شكل نقدي أو بدائل نقدية فقط(أسهم وسندات اذونات الخزينة...)، فإذا تراكم لدى المؤسسة استثمارات شبه سائلة نتيجة حجز الأرباح، وتجاوز هذا الحجز المستوى المقبول، فقد تلجأ بعض الأنظمة لفرض ضريبة إضافية على ذلك الجزء من التراكمات. ورغم أن هذا الجزاء غير مستحب تطبيقه، إلا انه أداة فعالة لعدم لجوء المؤسسات لمثل هذا الأسلوب.

ثالثا : الضرائب على أرباح المؤسسات

تشجع الميزة الضريبية للديون الناتجة عن خصم الفوائد من الوعاء الضريبي استخدام الديون في التمويل، مما يعني أن المؤسسة مستعدة لاستخدام درجة ما من الرفع المالي لتمويل بعض استثماراتها عن طريق الديون، ونتيجة لذلك فانه في الأجل الطويل يمكن التوسع في استخدام التمويل بالديون.مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة الديون في

*نجد أن الضريبة على الأرباح أو المكاسب الرأسمالية أقل بصفة عامة عن تلك التي تفرض على التوزيعات، كما أن المساهم إذا باع سهمه فان هذا السعر المتضمن لمكاسب رأسمالية يخضع للضريبة على الأرباح الرأسمالية، أما إذا لم تحتجز المؤسسة أي أرباح وقامت بتوزيعها نقدا، فان هذه التوزيعات تخضع للضريبة الشخصية على التوزيعات والتي يدفعها المساهم بنفسه.

[1] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص336.

الهيكل المالي مقارنة بالأموال الخاصة، وتطبيق هذا الأسلوب في التمويل يعني مزيد من التدفق النقدي الخارج من المؤسسة في شكل فوائد بينما يتبقى الجزء الأقل لمقابلة التوزيعات النقدية[1].

المطلب الخامس : عوامل أخرى

بالإضافة إلى العوامل السابقة، هناك عوامل أخرى يجب على المدير المالي أن يأخذها في الحسبان عندما يشكل أو يرسم مستوى التوزيعات الحالية أو يخطط سياسة التوزيعات المستقبلية، ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

أولا : تكلفة الإصدار و المعاملات

1- تكلفة الإصدار :

ينطوي اعتماد المؤسسة على مصادر تمويل خارجية في حالة الأسهم والسندات على تكلفة للإصدار، التي من بينها المصروفات الإدارية ورسوم التسجيل و الرسوم القانونية الأخرى، والخصومات التي قد تمنح للمشتريين لتشجيعهم على شراء الأوراق المالية، ومشابها ذلك. هذا إلى جانب احتمال انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية، بسبب الإصدار الجديد.

باعتبار أن تكلفة الإصدار غالبيتها من النوع الثابت، فانه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، يتوقع أن يرتفع نصيب الورقة المالية من تلك التكاليف بالنسبة للمؤسسات الصغيرة، أو حتى للمؤسسات الكبيرة عندما يكون حجم الإصدار صغير. وعليه عندما تريد المؤسسة تمويل الأصول عن طريق الأموال الخاصة و تفاضل بين احتجاز الأرباح أو إصدار أسهم جديدة، تقوم المؤسسة بتخفيض معدلات التوزيع واحتجاز الأرباح لاستخدامها في تمويل مشاريعها الاستثمارية.

2- تكلفة المعاملات

يتحمل المستثمر تكلفة المعاملات عندما يشتري أصل جديد أو يبيع أصل يمتلكه، ففي حالة شراء أو بيع سهم، فتتمثل التكلفة في عمولة السمسرة وتكلفة الوقت المنقضي أو المستغرق بواسطة المساهم لإتمام الصفقة أو العملية المالية. فالمستثمر الذي يرغب في زيادة حصة مساهمته في رأس مال المؤسسة، يفضل أن يكون ذلك عن طريق احتجاز نصيبه من الربح، بدلا من حصوله على توزيعات ثم استخدام

[1] عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص ص403-405.

حصيلتها في شراء المزيد من الأسهم. والسبب في ذلك هو رغبته في تجنب تكلفة المعاملات، والتي عادة ما يكون نصيب الورقة الواحدة منها مرتفعا عندما يتضمن أمر الشراء عددا صغيرا من الأوراق[1].

ثانيا : الإشارات المالية أو المحتوى لمعلوماتي

يحتوي مستوى التوزيعات على إشارات، لذا فان المسير لاُ قدم على دفع توزيعات إلا إذا كانت ذا دلالة على مستقبل مبشر للمؤسسة[2].

لهذا ينظر المستثمرون إلى التوزيعات على أنها تحتوي على معلومات information content عن الربحية المستقبلية للمؤسسة، أو بعبارة أخرى ينظرون إليها على أنها إشارات مالية، تعكس مدى النجاح المتوقع. فعندما تتبع المؤسسة سياسة ثابتة بشان نسبة الأرباح الموزعة، ثم تجرى عليها تعديل، فسوف يفهمه المتعاملون في السوق على انه إشارات للتوقعات بشان الربحية المستقبلية، مما يترك أثره بالتبعية على القيمة السوقية للسهم[3].

وفي نفس السياق، إذا استمرت المؤسسة بدفع نفس التوزيعات عندما تكون أرباحها منخفضة، فان هذا سوف يعطي إشارة بان انخفاض الربح هو مجرد حالة عابرة. ومن جهة أخرى فان هذا التصرف يحمي ضد إرسال إشارة إلى السوق بخصوص الاتجاه (التطور) الزمني للتوزيعات، والذي يجب أن يكون منتظما، وتكون الأرباح الموزعة بذلك اقل تذبذبا من الأرباح[4].

كما ينبغي على المؤسسات ذات المركز المالي القوي أن تمتنع عن إجراء تخفيض في الأرباح الموزعة، كما عليها ألا تقوم بإجراء زيادة فيها إلا إذا كانت تتوقع زيادة في الأرباح المستقبلية أو استقرارها على الأقل. والنتيجة أن الزيادة في التوزيعات هي إشارة لمستقبل مبشر، في حين أن التخفيض هو مؤشر عن مستقبل غير مشجع، وبناءا عليهفان التّغير الذي يطرأ على القيمة السوقية للسهم، هو رد فعل عن التوقعات المستقبلية لربحية المؤسسة، أو ما يسمى المحتوى لمعلوماتي لسياسة التوزيعات[5].

[1] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص337.

[2] A.Burland et al, op cit, p 209.

[3] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص333.

[4] A.Burland et al, op cit, p 209.

[5] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص333.

ثالثا : السياسات التي تتبعها المؤسسات المثيلة

تحاول المؤسسة التعرف على نسبة التوزيعات التي تتبعها المؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع، أو المؤسسات التي تتمتع بنفس معدل النمو، ذلك أن إتباع سياسة مماثلة لما هو سائد يمكن أن يكون مبررا لسياسة المؤسسة[1].

رابعا : الهيكل المالي للمؤسسة وتوفر طاقة للاستدانة

يمكن أن يؤثر الهيكل المالي على سياسة التوزيع في المؤسسة. فإذا كان للمؤسسة هيكل مالي مستهدف فلا يمكنها تجاوز هذا الهدف، مما قد يحد من سياسة التوزيع أو من ناحية القدرة على الاستدانة، فلو كانت نسبة الرفع المالي* منخفضة، فان المؤسسة يمكنها اللجوء للتمويل الخارجي، وحين بلوغها النسبة الحرجة من الاستدانة عندها يجب عليها الاعتماد على التمويل الذاتي، وهو ما سوف يؤثر على التوزيعات المدفوعة[2].

كما يمكن للمؤسسة إذا كان لديها طاقة للاستدانة غير مستخدمة وتتمتع بمركز مالي قوي، يمكّنها من الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية بسرعة وبشروط ملائمة. مثل هذه المؤسسة يمكنها أن تجري توزيعات بنسبة كبيرة من الأرباح المحققة، حتى لو كانت تعاني من نقص في السيولة[3].

خامسا : الرغبة في السيطرة

تؤدي سياسة التوزيعات السخية-في الوقت الذي توجد فيه احتياجات لتمويل المشاريع الاستثمارية-إلى إصدار المزيد من الأسهم العادية لتعويض مصادر التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة، هذه الطريقة قد لا تكون ملائمة خاصة للمؤسسات الصغيرة، إذ من شانه أن يضعف سيطرة المساهمين الحاليين. يحدث هذا إذا لم يحصل المساهمون الحاليون على حصة مناسبة من الإصدار الجديد[4].

سادسا : دورة حياة المؤسسة

يمكن توضيح العلاقة التي تربط بين سياسة توزيع الأرباح ودورة حياة المؤسسة من خلال الشكل التالي، حيث لكل مرحلة من دورة حياة المؤسسة متطلبات خاصة[5].

---

[1] المرجع السابق، ص337.

* يقصد بنسبة الرفع المالي نسبة الديون إلى الأموال الخاصة، وسمي بالرفع لأنه يرفع من أرباح المؤسسة بكافة أصولها في حالة استمرار ها.

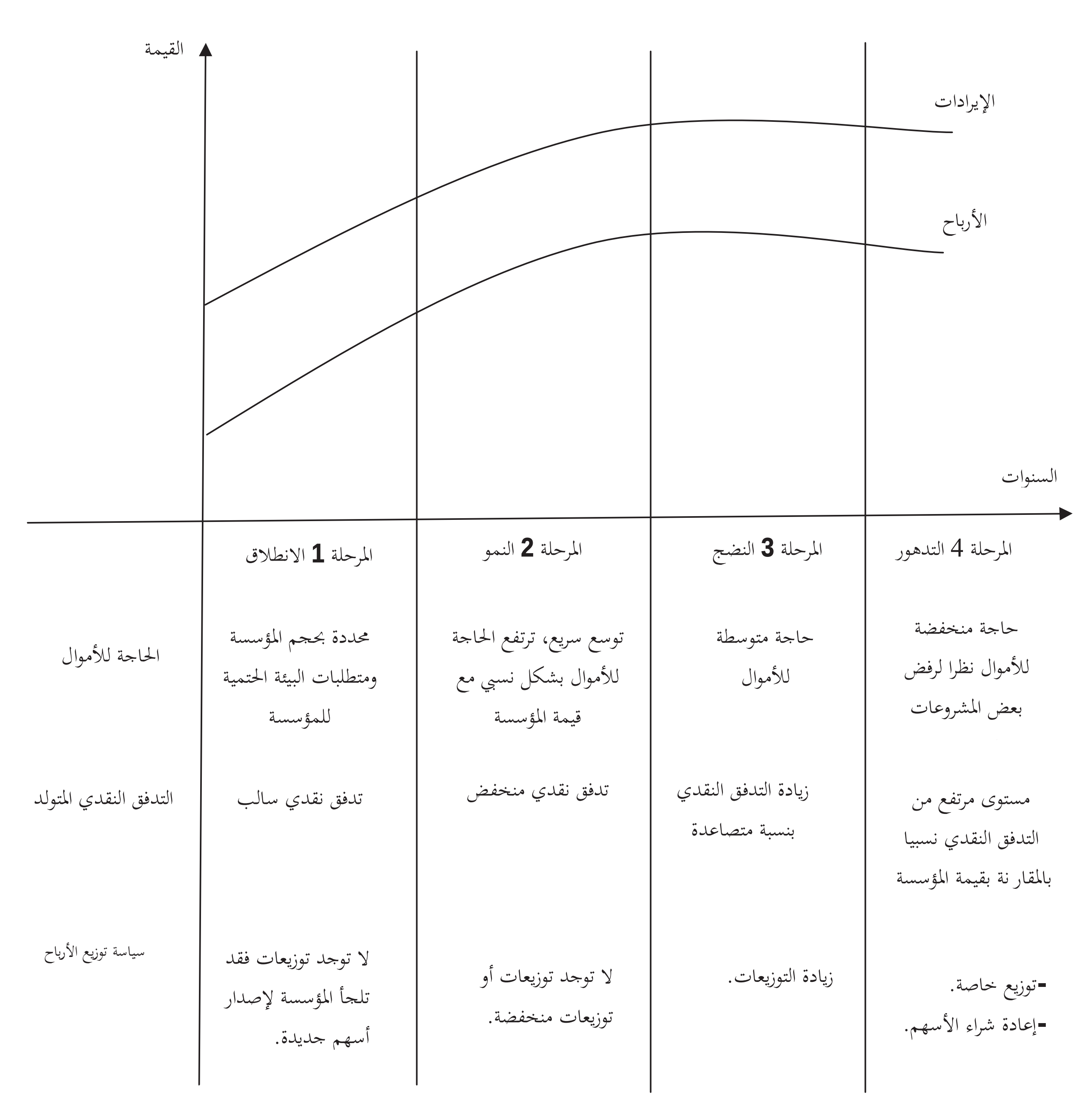
[2] علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص127.

[3] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص335.

[4] المرجع السابق، ص338.

[5] محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص421.

الشكل رقم **2.1 :** علاقة سياسة التوزيعات بدورة حياة المؤسسة



المصدر : محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص420.

يوضح الشكل أعلاه أن حاجة المؤسسة للأموال ومستوى التدفق النقدي المتولد تختلف تبعا للمرحلة التي تمر بها المؤسسة في دورة حياتها، وبالتالي ضرورة ربط سياسة التوزيعات في الواقع العملي بطبيعة تلك المرحلة، كأحد الاعتبارات الحاكمة في إقرار سياسة التوزيعات الملائمة للمؤسسة.

المبحث الثالث : أنواع سياسة توزيع الأرباح

بعدما تم التطرق لمفهوم سياسة توزيع الأرباح و العوامل المؤثرة فيها، فانه على المؤسسة أن تأخذ تلك العوامل بعين الاعتبار قبل أن تتخذ السياسة المناسبة لتوزيع الأرباح، وفي هذا الإطار نجد عدة أنواع لتوزيع الأرباح، فإما أن توزع الأرباح نقدا وإما في شكل إعادة شراء المؤسسة لأسهمها أو أسهم مجانية...، هذه السياسات تأخذ بصفة عامة شكلين من التوزيعات، إماتوز يعات في شكل نقدي وإما توزيعات في شكل عيني.

المطلب الأول : سياسة التوزيعات النقدية

و هي السياسة الطبيعية لتوزيع الأرباح، ويمكن للمؤسسة أن توزع جزء أو كل أرباحها، وتأخذ هذه السياسة الأشكال التالية :

أولا : سياسة توزيع إجمالي الأرباح

اقترح Rubner (1966) توزيع إجمالي أرباح الأسهم، ويستند اقتراحه على فكرة تفضيل المساهمين للحصول على اكبر قدر ممكن من أرباح الأسهم. لكن في الواقع العملي المؤسسات لا تعتمد على هذه الإستراتجية، كونها لم تلقى تشجيعا سوآءا من طرف المساهمين أو بسبب فرض ضرائب.

ثانيا : سياسة غياب التوزيعات

تعتبر هذه السياسة الوجه المقابل للسياسة الأولى، حيث يرى كل من Clarkson et Elliot **(**1966**)** بان التوزيعات تعتبر ترف luxeبالنسبة للمؤسسات و المساهمين فلا داعي لإجراء توزيعات، لكن في الواقع العملي مهما كانت مزايا هذه السياسة، فانه من الناذر أن توجد مؤسسات تقوم بالاحتفاظ بجميع أرباحها في الاحتياطات دون القيام بإجراء أي توزيعات[1]، ففي سنة 2007 من بين أكثر من 600 مؤسسة أوروبية نجد 32 مؤسسة فقط لم تقم بتوزيع أرباحها أي بنسبة **5%**[2]**.**

[1] Mondher Bellalah, Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d'information, cahiers de recherche n°200009, université paris IX Dauphine, p p 4-5.
[2] pierre vernimmen, op. Cit. p 899.

ثالثا : سياسة توزيع الباقي من الأرباح

تعطي المؤسسة وفقا لهذه السياسة الأولوية للمشاريع الاستثمارية المربحة، والتي تحقق قيم حالية صافية موجبة(van>0) وما تبقى من أرباح يتم توزيعه[1]. وهو ما يعني أن قرار التوزيع في هذه الحالة قرار تابعpassive يتوقف على مدى وجود مشاريع استثمارية مربحة[2].

إن هذه السياسة مبنية على حقيقة أن المستثمرين يفضلون الأرباح المحتجزة، شرط أن يعاد استثمارها بمعدل عائد يفوق ذلك المعدل الذي يستطيع المستثمر نفسه الحصول عليه من خلال استثمارات بديلة ذات مخاطر مماثلة. وهذا ممكن جدا لان توزيع الأرباح يتضمن دفع ضرائب على الأرباح الموزعة وكذلك عمولات وسطاء، مما يجعل العائد على الأرباح المحتجزة أعلى من العائد الذي يستطيع المستثمر تحقيقه على استثمارات بديلة[3].

مما سبق، يتغير مستوى الاستثمار بتغير الأرباح من فترة لأخرى والنتيجة عدم استقرار مستوى التوزيعات باعتباره متغير تابع، لذلك نجد المؤسسات -في ضوء هذه السياسة- عادة ما تميل إلىتوزيع نسبة ثابتة، حتى لو كان ذلك باللجوء إلى الاستدانة.

رابعا : سياسة التوزيعات المستقرة

ترفض هذه السياسة فرضية توزيع إجمالي الأرباح أو الاحتفاظ بها دون توزيعها، فقد لاحظ الباحثون ومن بينهم جون لينتر* (1956) بان المؤسسات تميل إلى إتباع نسبة توزيعات مستقرة نسبيا على المدى الطويل[4].

كما لا يقتصر وصف الاستقرار على التوزيعات التي تتميز بالثبات من سنة لأخرى. فإذا كانت الزيادة (أو الانخفاض) في التوزيعات من عام لآخر بشكل منتظم، فيمكن وصفها بأنها مستقرة. بتعبير آخر يقصد باستقرار التوزيعات استقرار نمط التوزيعات[5].

يمكن اعتبار سياسة التوزيعات المستقرة أكثر قبولا من سياسة توزيع الباقي من الأرباح وذلك للأسباب التالية :

---

[1] Mondher Bellalah,op. cit., p5.

[2] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص307.

[3] عدنان تايه النعيمي و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص460.

[4] Mondher Bellalah,op. cit., p5

*تعتبر دراسة جون لينتر من الدراسات الرائدة في هذا المجال وسوف نتطرق لها في الفصل القادم.

[5] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص328 .

1) تعكس سياسة التوزيعات المستقرة محتوى معلومات جيد عن أداء المؤسسة، فعدم استقرار التوزيعات عادة ما يرتبط به ارتفاع درجة عدم التأكد لدى المستثمر وهو ما يترتب عليه في الواقع ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة ومن ثم انخفاض سعر السهم؛

2) معظم المساهمون يستخدمون التوزيعات للقيام بعمليات الإنفاق وبالتالي فإنهم يضعون أمام عقبة وتكلفة بيع الأسهم للحصول على نقد إذا لم تكن التوزيعات حسب التوقعات[1].

أما الصور التي يمكن أن يأخذها مفهوم استقرار التوزيعات فهي ثلاث صور كتالي :

1. استقرار نصيب السهم من التوزيعات :

يقصد بذلك استقرار المبلغ الذي يحصل عليه المساهم من سنة لأخرى. وقد يعني ثبات في القيمة المطلقة لنصيب السهم من التوزيعات. كما قد يعني زيادة أو نقص مضطرد ومنتظم من سنة لأخرى[2]. وقد تبنت المؤسسات هذه السياسة في الماضي، وعملت على المحافظة على هذا المستوى من التوزيعات، والذي قد يزداد إذا توقعت المؤسسة زيادة في الأرباح، وبالتالي يمكنها المحافظة على المستوى الجديد للتوزيعات. أي أن القاعدة التي تسير عليها هذه السياسة انه لا يمكن تخفيض التوزيعات السنوية[3].

2. استقرار نسبة الأرباح الموزعة :

يؤدى التضخم وإعادة استثمار الأرباح إلى زيادة الربح، الأمر الذي يؤدى إلى التحول من سياسة توزيع قيمة ثابتة من الربح لكل سهم إلى سياسة توزيع معدل ثابت، وتعني هذه السياسة أن تكون نسبة الربح الموزع ثابتة من سنة إلى أخرى. ولكن نظرا لان الربح غير مستقر من فترة لأخرى، فمبلغ التوزيعات سينقلب من فترة لأخرى وفقا للتقلب في الأرباح. فإذا لم تحقق المؤسسة أرباحا فان قيمة التوزيعات ستكون معدومة. وهذا ما يسبب انخفاض في قيمة السهم[4].

3. استقرار نصيب السهم من التوزيعات مع توزيعات إضافية :

تحاول هذه السياسة الجمع بين سياسة استقرار نصيب السهم من التوزيعات وسياسة استقرار نسبة الأرباح الموزعة، وذلك عن طريق إجراء توزيعات منخفضة للسهم ولكن بصورة مستمرة ومنتظمة، وإجراء توزيعات إضافية للأسهم وذلك في الفترات الجيدة التي تحقق فيها المؤسسة قدرا من المرونة. فالمستثمر بإمكانه الحصول على مبلغ

---

[1] محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص405.
[2] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص332 .
[3] عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 258.
[4] المرجع السابق، ص ص258-261.

مستقر يتمثل في الحد الأدنى من التوزيعات، فإذا كانت أرباح المؤسسة وتدفقاتها متغيرة، فهذه السياسة تمثل اختيارا جيدا، حيث تستطيع الإدارة إجراء الحد الأدنى من التوزيعات فقط في السنوات التي تنخفض فيها الأرباح أو السنوات التي تظهر فيها حاجة المؤسسة إلى احتجاز الأرباح بغرض إعادة استثمارها، ولا يمنع ذلك من إجراء توزيعات إضافية للمستثمرين في السنوات التي ترتفع فيها الأرباح ولا تكون المؤسسة بحاجة إلى احتجازها[1].

وفي الولايات المتحدة الأمريكية نادرا ما تتبع السياسة الأولى، في الوقت الذي تسود فيه السياسة الثانية. أما السياسة الثالثة فيتبعها عدد محدود من المؤسسات وهي عادة مؤسسات كبيرة وخاصة العاملة في مجال صناعة السيارات، حيث تتصف أرباحها بالتقلب من سنة إلى أخرى، وإذا ما حدث استقرار أو نمو في الأرباح يمكن للمؤسسة اختيار السياسة المناسبة ومن أمثلتها مؤسسة فوردFord* و جنرال متورز General Motors**....[2]

خامسا : سياسة توزيع الأرباح غير المستقرة

تتميز التوزيعات في هذه السياسة بنموها بمعدل غير ثابت، وتكون مناسبة للمؤسسات حديثة النشأة، ففي بداية مرحلة النمو السريع تتجه المؤسسة إلى إعادة استثمار أرباحها، وذلك على حساب إجراء توزيعات، ومع نهاية تلك المرحلة تبدأ المؤسسة في إجراء توزيعات بمعدلات تأخذ في التزايد من سنة إلى أخرى، وعند نقطة ما في مرحلة النضوج يبدأ معدل نمو التوزيعات في الانخفاض إلى أن يصل إلى مستوى تستطيع المؤسسة الحفاظ عليه في المدى الطويل، و حينئذ يستقر معدل النمو[3].

---

[1] محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص406.

* شركة فورد هي شركة دولية ذات أصل أمريكي لتصنيع السيارات وللاطلاع أكثر انظر www.ford.com

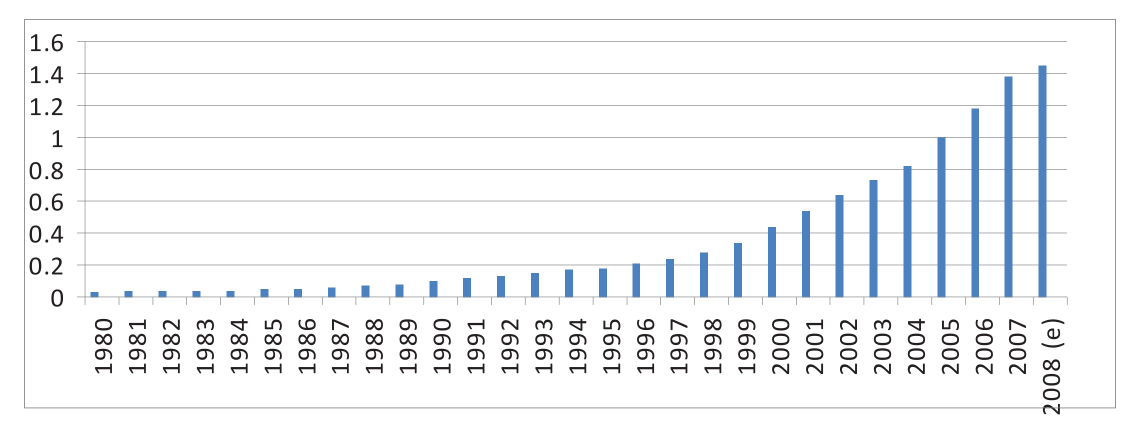
** جنرال موتورز هي شركة متعددة الجنسيات للسيارات ، ومقرها في الولايات المتحدة الأمريكية، تأسست الشركة في عام1908 وللاطلاع أكثر انظر www.gm.com

[2] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص332 .

[3] هواري سويسي(2007 -2008)، مرجع سبق ذكره، ص177.

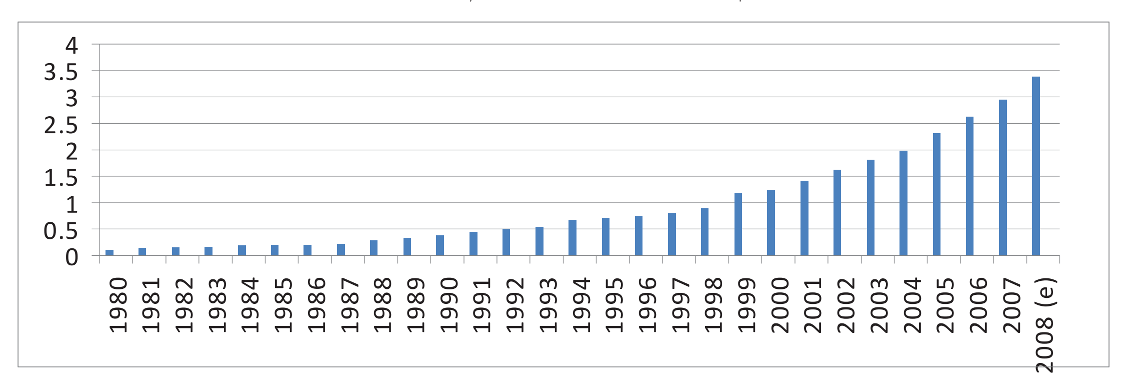
انطلاقا مما سبق، يمكن ملاحظة الاختلاف بين سياسات التوزيعات النقدية في الواقع، فعلى سبيل المثال نأخذ المجمعين- الصناعيين-الأوروبيين L'Oréal* وPeugeot** ونلاحظ مستويات التوزيع الخاصة بكل مجمع ومقارنتها بربحية السهم لكل منهما، وذلك خلال الفترة الممتدة من 1980الى غاية 2008:

الشكل رقم 1-3 : ربحية السهم المعدلة لمؤسسة L'Oréal



المصدر : pierre vernimmen, op. Cit, p 901

الشكل رقم 1-4 : توزيعات السهم المعدلة لمؤسسةL'Oréal

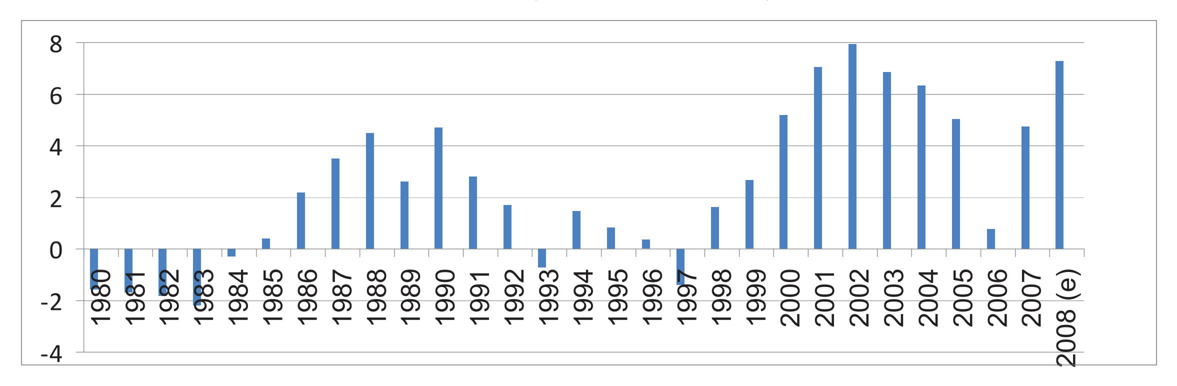


المصدر : Idem

* L'Oréal شركة فرنسية خاصة بمستحضرات التجميل، وللاطلاع أكثر انظر www.loreal.fr

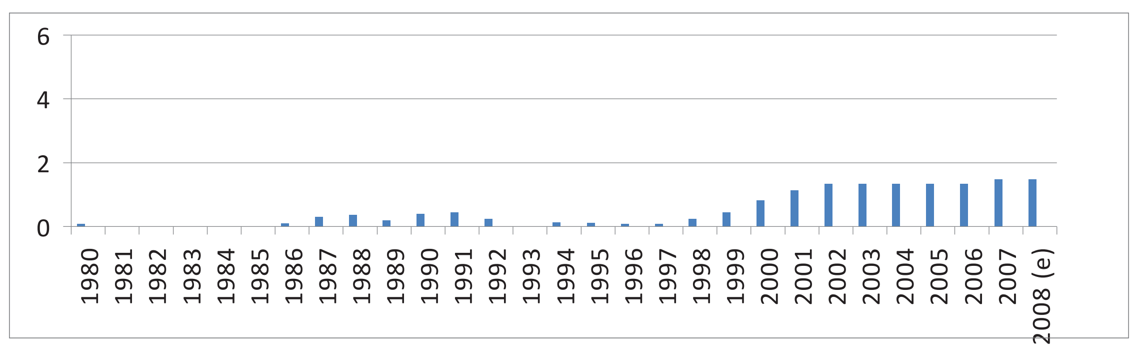
** Peugeot هي شركة سيارات فرنسية، تعتبر ثاني أكبر شركة تصنع السيارات في أوروبا بعد فولكس فاجن .تعود أصولها إلى 1842 وللاطلاع أكثر انظر www.peugeot.com

الشكل رقم 1-5 : ربحية السهم المعدلة لمؤسسةPeugeot



المصدر : Idem

الشكل رقم 1-6: توزيعات السهم المعدلة لمؤسسةPeugeot



المصدر : Idem

يظهر لنا من خلال الشكل أن نمو ربحية السهم لمؤسسة L'Oréal رافقها نمو في التوزيعات، وبالتالي فالمؤسسة تعتمد على سياسة التوزيعات التي تنمو بمعدل نمو ثابت.

أما بالنسبة لمؤسسةPeugeot فلم تقم بإجراء أي توزيع خلال الفترة من 1981 إلى 1985، وذلك نتيجة تحقيقها لنتائج سلبية، أما الفترة الممتدة من 1986 إلى 2000 فتميزت توزيعات المؤسسة بعدم الاستقرار نتيجة التذبذب الحاصل في أرباح السهم، ونلاحظ أن المؤسسة اعتمدت انطلاقا من سنة 2001 على سياسة استقرار نصيب السهم من التوزيعات-بسبب توقع تحقيقها لنتائج ايجابية- من اجل التأثير الايجابي على سعر سهمها، فنجد أن توزيعات الأرباح استقرت عند مستوى €1.35 خلال الخمس سنوات ابتداء من 2002 إلى غاية 2006، لترتفع إلى €1.5 بمعدل نمو 11% وتحافظ على هذه السياسة خلال السنتين الأخيرتين 2007-2008. فالمؤسسة رغم أنها في سنة 2002 حققت ربحية سهم بقيمة €7.95، إلا أنها حافظت على نفس مستوى التوزيعات، وذلك من اجل الحفاظ مستقبلا على استقرار في نصيب التوزيعات، وهذا ما

نلاحظه من خلال تحقيقها لنتيجة منخفضة سنة 2006 بقيمة €1.78 - اقل من المستوى الموزع – رغم ذلك قامت بتوزيع نفس المستوى.

المطلب الثاني: التوزيعات في شكل أسهم

رغم أن الشائع في توزيع الأرباح هو الشكل النقدي، إلا أن المؤسسة تستطيع أن توزع أرباحها على شكل أسهم مجانية أو تجزئة الأسهم أو معكوس تجزئة الأسهم أو إعادة شراء الأسهم كوسيلة من وسائل توزيع الأرباح:

أولا : التوزيعات في صورة أسهم مجانية

ترتبط التوزيعات في صورة أسهم* مجانية بسياسة التوزيعات النقدية للمؤسسة، بمعنى حصول المستثمر على عدد من الأسهم بدلا من حصوله على توزيعات نقدية**، و يتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يمتلكه من أسهم في المؤسسة، ويتم سداد قيمة ما حصل عليه من نصيبه من الأرباح المحتجزة، على الرغم من ذلك يطلق على هذه الأسهم بالأسهم المجانية أو أسهم المنحة[1] ويكمن الاختلاف بين السياستين في أن عملية التوزيعات في صورة أسهم مجانية لا تؤثر على الموقف الأصلي للمساهمين الحاليين. فالمساهم يحصل على أسهم إضافية(بدون تكلفة) وبهذا سوف يرتفع العدد الكلي للأسهم مما يترتب عليه انخفاض في الأرباح و التوزيعات (لكل سهم) وسعر السهم[2].

تلجأ المؤسسة إلى هذه السياسة عندما تملك احتياطات و أرباح محتجزة بشكل كبير، وترغب في احتجاز المزيد من الأرباح على شكل احتياطات في المستقبل لسبب ما، كأن يكون لها فرص استثمارية واعدة. لكن بعض القوانين تحول دون زيادة قيمة الاحتياطات على سقف معين (رأس المال المدفوع مثلا)، حينئذ يمكن لهذه المؤسسة أن تزيد من رأسمالها من خلال تحويل الاحتياطات و الأرباح المحتجزة إلى حساب رأس المال[3]، دون أن يكون ذلك على حساب المساهمين الذين يحصلون على أسهم في مقابلها، مع فرصة أفضل لتحقيق معدل عائد مرتفع على استثماراتهم.

*عادة ما تتم التوزيعات في شكل أسهم عادية، كما قد يتم إجراء توزيعات في شكل أسهم ممتازة.

**وذلك انطلاقا من أن المساهم قد يستعمل التوزيعات النقدية لشراء أسهم المؤسسة.

[1] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص369 .

[2] محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد،مرجع سبق ذكره، ص409.

[3] عدنان تايه النعيمي و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص462.

وقد يكون السبب في اللجوء إلى هذه السياسة، هو تخفيض القيمة السوقية للسهم* في حالة ارتفاع أسعار أسهمها بشكل كبير في سوق رأس المال، فقد ينجم عن الارتفاع الكبير في سعر السهم انخفاض التعامل على السهم بيعا وشراءا نظرا لارتفاع سعره، وهو ما يعني صعوبة تسويق سهم المؤسسة[1].

بالرغم من الآثار التي تخلفها هذه السياسة خاصة انخفاض القيمة السوقية للسهم**، إلا أنها تحقق منافع للمؤسسة تتمثل فيما يلي:

أ- قيام المؤسسة بتحويل الاحتياطات و الأرباح المحتجزة إلى حساب رأس المال يوفر لها إمكانية احتجاز أرباح مستقبلية مما يزيد من فرصها في التوسع و النمو مستقبلا؛

ب- انخفاض سعر السهم في السوق دون الإضرار بثروة المساهم (حصوله على أسهم إضافية يحافظ على ثبات قيمة ثروته)، الأمر الذي يشجع صغار المستثمرين على شراء أسهم المؤسسة وزيادة الطلب عليها وبالتالي احتمال ارتفاع سعرها مستقبلا؛

ت- الإشارة إلى مستقبل جيد للمؤسسة، وذلك بترك انطباع بان المؤسسة ترغب في التوسع وزيادة حجم أعمالها[2].

يمكن تدعيم الشرح السابق للأسهم المجانية بعرض الدراسات التالية -على سبيل المثال- التي تناولت الموضوع :

- ✓ Grinblat, Masulis et Titman, GMT (1984) : لاحظوا أن الإعلان عن هذه الاصدرات(أسهم مجانية) يزيد سعر سهم المؤسسة. ووفقا لهذه الدراسة فان رد فعل سعر السهم هو الارتفاع لان هذه العملية توحي للسوق بان المؤسسة لديها معلومات جيدة حول أرباحها المستقبلية؛
- ✓ Baker et Gallagher (1980) : تظهر دراستهما أن توزيع أسهم مجانية يسمح للمؤسسة بزيادة المعَ املات في البورصة على هذهالأور اق المالية من اجل أن تأخذ مستوى امثل، حيث قام الباحثان بدراسة عينة من المؤسسات التي تقوم بتوزيع أسهم مجانية ووجدا أن 94% من العينة تؤكد فكرة أن إصدار أسهم مجانية يؤدي إلى تداولات مثلى على القيمة البورصية للأسهم؛

---

* التوزيعات في صورة أسهم مجانية تؤدي إلى زيادة عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال، و النتيجة انخفاض ربحية السهم وانخفاض قيمته السوقية بالتبعية.

[1] محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد،مرجع سبق ذكره، ص409.

** يشير الكاتب - في التهميش - إلى أن انخفاض القيمة السوقية- في هذه الحالة – لا يعني انخفاض القيمة السوقية للأسهم ككل، إذ قد يعوض الانخفاض الذي طرأ على القيمة السوقية للسهم الزيادة التي طرأت في عدد الأسهم، بل وفي بعض الحالات قد ترتفع القيمة الكلية للأسهم، ودلك إذا نظر المتعاملون في السوق لإجراء توزيعات في صورة أسهم، على انه إشارات مالية ايجابية.

[2]عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص463.

- ✓ Woolridge et Chambers (1983) : يؤكدان أن توزيع أسهم مجانية هو إشارة ايجابية على مستقبل المؤسسة؛
- ✓ الدراسة الميدانية لـ(Mcnichols et Dravid (1990 : تشير إلى أن المؤسسات الكبرى تطبق توزيع أسهم مجانية لتحقيق قدر معين certain volume من التفاوض. وتبين الدراسة أن المسيرين يستعملون معلوماتهم الخاصة حول الأرباح المتوقعة من اجل استعمال عامل تقسيم الأسهم في عمليات زيادة رأس المال بتوزيع أسهم مجانية[1].

ثانيا : سياسة تجزئة أو تقسيم الأسهم

ترتبط هذه السياسة مثل سابقتها بسياسة التوزيعات النقدية، وتنطوي هذه السياسة على زيادة عدد الأسهم إلى الضعف أو أكثر، فمثلا يجزئ كل سهم إلى سهمين جديدين، غير أن هذه العملية لا تؤثر على ثروة المساهمين(مضاعفة عدد الأسهم يقابلها بالمثل انخفاض في سعر السهم)[2].

يترتب على زيادة عدد الأسهم عن طريق تجزئتها تخفيض الأرباح و التوزيعات التي يحصل عليها السهم، وهو ما يؤدي إلى تخفيض سعر السهم، لذلك تفَضَّلُ هذه السياسة عقب الارتفاع الحاد في سعر السهم[3].

كما يمكن أن يكون الدافع من هذه السياسة تشجيع التداول بعد انخفاض سعر السهم، الأمر الذي يتيح الفرصة لصغار المستثمرين لشراء الأسهم، ويساهم في إضفاء صفة العمق و الاتساع لتداول السهم[4].

ثالثا : سياسة تجميع الأسهم

تمثل هذه السياسة العملية المقابلة لتجزئة الأسهم، ويقصد بها تجميع عدد من الأسهم في سهم واحد جديد، أي تخفيض عدد الأسهم. مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسهم و يحصر التصويت في عدد معين من الأسهم خلال انعقاد الجمعية العامة[5].

تتميز ظاهرة تجميع الأسهم بأنها ظاهرة نادرة جدا، ولا تحدث بشكل متكرر، كونها عكس ظاهرة تجزئة الأسهم، فقد تلجأ المؤسسة إلى تخفيض عدد أسهمها، عندما تنخفض القيمة السوقية للسهم إلى درجة كبيرة

---

[1] Mondher Bellalah, op Cit, p17.
[2] ZVI Bodi et Robert Merton, finance, 2^{e}édition, Pearson, France, 2007, p 279.
[3] محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص409.
[4] ارشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية : تحليل وإدارة، ط1، 2004،ص41.
[5] المرجع السابق، ص42.

بسبب مشكلات خاصة تعاني منها، أو بسبب كساد أصاب القطاع الذي تنتمي إليه، ومن ثم فقد تلجأ إلى هذا الإجراء رغبة في زيادة القيمة السوقية للسهم. وهكذا فقد يحتوي القرار على إشارة سيئة حول وضع المؤسسة.

كما يمكن أن يكون السبب في اللجوء إلى هذه السياسة هو الرغبة في تخفيض القيمة النسبية لعمولة السمسرة، التي تتسم بها الأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر، وهو ما يترك أثرا ايجابيا على سيولة السهم بسبب انخفاض تكلفة المعاملات. غير أن زيادة القيمة السوقية للسهم قد يترتب عنها اضطرارالمستثمرين لشرائه بكميات كسرية. أي أن متوسط سعر السهم يكون مرتفعا مقارنة في كميات غير كسرية، وهو ما يؤثر عكسيا على سيولة السهم، وربما يفوق الأثر الايجابي الذي أحدثه الاقتصاد في عمولة السمسرة. ولهذا السبب، ونتيجة للمحتوى لمعلوماتيغير المبشّر الذي قد يصاحبه تخفيض عدد الأسهم، عادة ما تتجنب المؤسسة اللجوء إلى هذا الإجراء إلا في ظروف قاهرة[1].

رابعا : سياسة إعادة شراء الأسهم

تتضمن عملية إعادة شراء الأسهم قيام المؤسسة بشراء بعض الأسهم التي أصدرتها من قبل. هذا الإجراء يؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية(أو ما يسمى باسهم الخزينة)، وهي عبارة عن أسهم سبق إصدارها ثم أعيد شرائها. وتلجأ المؤسسة إلى هذه العملية إذا كانت لديها موارد مالية متاحة تفوق احتياجاتها الاستثمارية، حيث يكون من الأفضل توزيع الفائض على المساهمين، وفي هذه الحالة تقوم المؤسسة باستغلال هذا الفائض في عملية إعادة شراء الأسهم، وبالتالي تعتبر هذه العملية بديلا لعملية التوزيعات النقدية[2]. وتتم عملية إعادة شراء الأسهم بأسلوبين أو بطريقتين شائعتين هما :

1. عروض المناقصات :

تعلن المؤسسة من خلال الصحف أو أي وسيلة اتصال عن رغبتها في شراء عدد من الأسهم بسعر محدد، عادة ما يكون أعلى من السعر السوقي للسهم أثناء الإعلان، ويستمر العرض لمدة أسبوعين أو ثلاثة. فإذا كان عدد الأوراق المالية المعروضة للبيع أكثر مما تخطط المؤسسة لشرائه فلها الخيار في أن تشتري كل أو جزء منه فقط، غير أن هذا الأسلوب يتميز بارتفاع تكلفته مقارنه بالأسلوب الثاني واهم هذه التكاليف أتعاب السماسرة الذين يحاولون إقناع حملة الأسهم بالبيع.

[1] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص79.

[2] عبد الغفار حنفي و سمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص401.(بتصرف)

2. الشراء من السوق المفتوحة

تتيح هذه العملية لأي مستثمر شراء الأسهم التي يرغبها عن طريق الشراء المباشر من السوق من خلال بيوت السمسرة. وعادة ما تضع لجنة الأوراق المالية والبورصة SEC قيودا على الطريقة التي يتم بها الشراء، ووفقا لتلك القيود يتطلب الأمر فترة زمنية أطول لتجميع الأسهم المطلوبة، وبالتالي في حال العدد المطلوب شراؤه كبير، سيكون الأسلوب الأول أفضل. ومهما يكن الأسلوب المتبع فانه على المؤسسة إبلاغ مساهميها برغبتها في إعادة شراء الأسهم[1].

تكمن الدوافع من وراء عملية إعادة شراء الأسهم بالنسبة للمؤسسة في الدوافع التالية :

- ✓ تحويل السندات و الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية عن طريق إعادة شراء الأسهم، بدلا من إصدار أسهم جديدة، وذلك لتجنب انخفاض ربحية السهم؛
- ✓ تنفيذ خطة لاستحواذ مؤسسة أخرى. عن طريق الاتصال ببعض مساهمي المؤسسة المستهدفة ومحاولة إقناعهم باستبدال أسهمهم بعدد من أسهم المؤسسة المعنية؛
- ✓ تحويل المؤسسة من مؤسسة تتداول أسهمها بين الجمهور إلى مؤسسة تتداول أسهمها بين عدد محدود من المستثمرين؛
- ✓ إجراء تعديل في هيكل رأس مال المؤسسة، في حالة ما إذا كان هذا الهيكل لا يحتوي على استدانة أو نسبة وجودها ضعيفة، في وقت ترغب فيه المؤسسة في الاستفادة من الوفورات الضريبية المصاحبة للاستدانة. لذلك تقوم المؤسسة بإصدار المزيد من السندات و استخدام حصيلتها في إعادة شراء جزء من أسهمها؛
- ✓ إذا كانت القيم السوقية للسهم اقل من القيمة الحقيقية، فان المؤسسة تعمل على رفع قيمة سهمها بسحب جزء من الأسهم المتداولة للحد من المعروض منها، عن طريق إعادة شراء الأسهم من السوق. ويمكن للمؤسسة إعادة طرحها للبيع في السوق عندما يعود سعر السهم إلى المستوى الحقيقي لتبدو المؤسسة وكأنها صانع سوق لأسهمها؛
- ✓ كما قد يكون الدافع هو انتقال الثروة من الدائنين القدامى إلى ملاك المؤسسة. فلو لم تكن هناك قيود لحماية الدائنين فان إصدار سندات جديدة بهدف إعادة شراء جزء من الأسهم العادية، من شانه أن

[1] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص ص386-387.

يزيد من نسبة الاستدانة في الهيكل المالي، وبالتالي زيادة المخاطر التي تتعرض لها السندات القائمة، وهو ما يؤثر عكسيا على قيمتها السوقية، في المقابل قد ترتفع القيمة السوقية للسهم؛

- ✓ قد تقوم المؤسسة بعملية إعادة شراء الأسهم كإستراتيجية لمواجهة محاولة السيطرة على المؤسسة من قبل مستثمرين آخرين، فإعلان هؤلاء المستثمرين عن شراء الأسهم من مالكي المؤسسة بسعر معين، قد يصاحبه قرار من إدارة المؤسسة بإعادة شراء الأسهم بسعر أعلي بهدف إبطال محاولة السيطرة؛

- ✓ قد يكون الدافع هو الالتفاف حول القيود التي تفرضها الحكومة على التوزيعات، وهو فعلا ما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية خلال السبعينيات، حيث تبع قرار الحكومة بتجميد الأجور و الأسعار قرار بوضع قيود على التوزيعات. ويمكن للمستثمر في ظل هذه القيود المفروضة على التوزيعات أن ينفذ سياسة التوزيع التي يرغب فيها، وذلك ببيع جزء من الأسهم التي ارتفعت قيمتها السوقية لتبقى ثروته على المستوى الذي كانت ستكون عليه لو لم تكن تلك القيود وتم حصوله على توزيعات.

بالرغم من كل تلك الدوافع وغيرها التي تدفع المؤسسة للقيام بعملية إعادة شراء الأسهم والتي يترتب عليها زيادة في ربحية السهم. فقد تؤدي أيضا إلى زيادة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة نتيجة انخفاض نسبة الأموال الخاصة في الهيكل المالي و بالتالي فاعلية هذه العملية تتوقف على ما إذا كان التأثير الايجابي لزيادة ربحية السهم اكبر، مما يحقق في الأخير زيادة حقيقية في القيمة السوقية للسهم[1].

يمكن التعرف على إستراتيجية إعادة شراء الأسهم في كل من الولايات المتحدة الأمريكية و فرنسا، فقد لُوحظ انه منذ فترة طويلة و بالذات خلال سنوات الثمانينات، ظهرت هذه العملية في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، وفي الولايات المتحدة الأمريكية تجاوزت قيمة عمليات إعادة شراء الأسهم ما قيمته 25Md$ سنويا*. وهو في اتجاه متزايد في السنوات الأخيرة، كما لُوحظ أن معدل إعادة شراء الأسهم(قيمة إعادة شراء الأسهم مقسومة على النتيجة الإجمالية) وصل إلى 4.8% سنة 1988 مقابل41.8% سنة 2000.

[1] المرجع السابق، ص ص 379-382.

* مع الأخذ بعين الاعتبار أن المقال كتب في سنة 2004.

أما الحالة الفرنسية* فهي مثيرة للاهتمام كون أن هذه العملية حديثة و العديد من المؤسسات قامت بإتباعها، فمنذ عام 1998 أصبحت المؤسسات الفرنسية المسعرة في البورصة تستطيع استعمال برامج إعادة شراء الأسهم، وذلك حسب المادة** 217-2 من القانون الصادر في 24 جويلية 1966 و المعدل بموجب القانون رقم 98-546 في جويلية 1998، و الذي يسمح للمؤسسة بالقيام بإعادة شراء أسهمها في حدود 10 % من رأس مالها لمدة تصل إلى 18 شهرا[1].

و يوجد تقنيتين لإعادة شراء الأسهم في فرنسا وهما:

1) **عملية إعادة شراء الأسهم تخص المؤسسات المسعرة في البورصة فقط** : وذلك في حدود 10% من رأس المال في إطار برنامج إعادة شراء السهم عن طريق العرض العمومي للشراءOPA، ويجب أن تنشر هذه المعلومات لدى هيئة السوق الفرنسية (AMF)، و هناك عدة حالات للقيام بعملية إعادة شراء الأسهم، إلا انه و في جميع الحالات ووفقا للمعايير المحاسبية الدولية IAS/IFRS و المعايير الأمريكيةUAS GAAP، فانه يتم خصم المقدار المعاد شرائه من الأموال الخاصة المجمعة.

2) **عملية إعادة شراء الأسهم مفتوحة لكل المساهمين** : إذا كانت المؤسسة مسعرة فانه يتماللجوء إلى العرض العمومي لإعادة شراء الأسهم OPRA، وفي الواقع فان مجلس الإدارة يستعمل الترخيص المعطى له من الجمعية العامة غير العادية و يقدم لجميع المساهمين من اجل شراء كل أو جزء من أسهمهم بسعر محدد و خلال فترة محددة(في حدود شهر)[2].

وانطلاقا من سنة 1998 إلى غاية 2001 ارتفعت النسبة المئوية للمؤسسات المسعرة في البورصة التي تملك خبرة initié في برنامج إعادة شراء الأسهم من 8.9% إلى 42.1%. وفي 2003 بلغت قيمة عملية إعادة

* لمزيد من الاطلاع حول موضوع إعادة شراء الأسهم في فرنسا، انظر على سبيل المثال إلى :
-Sébastien Dereeper et Frédéric Romon, Rachats d'actions versus dividendes : effet de substitution sur le marché boursier français ? http://leg.u-bourgogne.fr/rev/091186.pdf,
- Jacques Hamon, Le rachat d'actions : une politique de valorisation des actions ?, Cahier de recherche n° 9801, Novembre 1997.

**وذلك وفقا لمقترحات تقرير Esambert.

[1] Sébastien DEREEPER et Frédéric ROMON, Rachats d'actions versus dividendes : effet de substitution sur le marché boursier français ? http://leg.u-bourgogne.fr/rev/091186.pdf, p p157-159
[2] Pascal Quiry et Yann Le Fur, Les rachats d'actions, Article paru dans Les Echos du 28 octobre 2004

شراء الأسهم Md4.02 € بالنسبة لمجموعة TOTAL* و التي حققت اكبر قيمة في هذه العملية في البورصة الفرنسية خلال تلك السنة،و لم تكن هذه المؤسسة الوحيدة التي قامت بالعملية لان 60% من مؤسسات CAC40 قامت أيضا بعملية إعادة الشراء. حيث بلغت القيم المخصصة لعملية إعادة شراء الأسهم بالنسبة للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 في سنة 2003 ما قيمته Md7.9 €. وهو ما يمثل 56% من توزيعات الأرباح النقدية. أما على الصعيد الأوروبي، وفي سنة 2007 بلغت عملية إعادة شراء الأسهم قيمة Md27.7 €. بالنسبة ل 20 المجمع الأولى[1]، وهو ما يوضحه الجدول التالي :

الجدول رقم 1-2 : إعادة شراء الأسهم لل20 مجمع الأوروبي الأولى لسنة 2007.

	Société	M€
1	Vodafone	7 490
2	GlaxoSmithkline	5 107
3	BP	4 865
4	AstraZeneca	4 170
5	Anglo American	4 161
6	BHP Billiton	4 040
7	Ahold	4 016
8	Nokia	3 819
9	Daimer	3 510
10	E.ON	3 500
11	ING	3 446
12	Credit Suisse	3 375
13	Novqrtis	3 146
14	Nestlé	2 696
15	M Arcelor	2 604
16	A Copco	2 586
17	Barclays	2 519
18	Royal Duch/Shell	2 401
19	Munich Re	2 305
20	Fortis	2 279

المصدر: .Pierre vernimmen, op Cit. p 907

يبين الجدول أعلاه أهمية عملية إعادة شراء الأسهم، حيث بلغت قيمة هذه العملية بالنسبة لمؤسسة Vodafone **(€Md7.49)M€74900** وهو ما يقارب القيمة المخصصة لهذه العملية بالنسبة للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 في سنة 2003، وهو ما ينطبق على باقي المجمعات الأوروبي حيث كانت عملية إعادة شراء الأسهم بقيم كبيرة.

الآثار المترتبة على إعادة شراء الأسهم

يترتب عن عمليات إعادة شراء الأسهم آثار كثيرة أهمها :

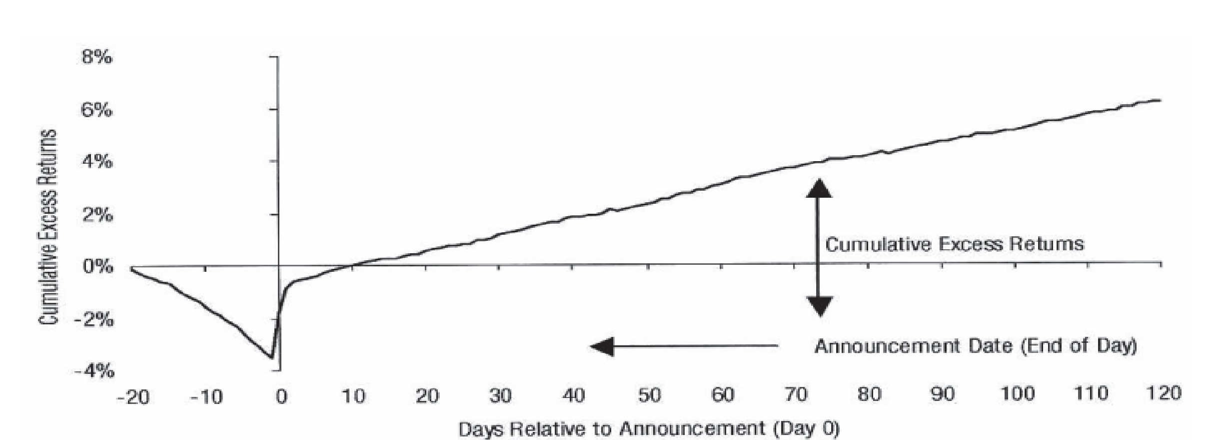
* تعتبر مؤسسة TOTAL الأكثر قياما بعملية إعادة شراء الأسهم في فرنسا منذ 1999 و إلى غاية 2003 - تبعا للوقت الذي كتب فيه المقال – حيث بلغت قيمة هذه العملية خلال هذه الفترة Md14.5 !

[1] Pascal Quiry et Yann Le Fur, Les rachats d'actions, Article paru dans Les Echos du 28 octobre 2004

1) التأثير على قيمة السهم :

معظم الدراسات الأكاديمية أو المهنية تظهر أن الإعلان عن إعادة شراء الأسهم يصاحبه ارتفاع في سعر السهم بنسبة مئوية أعلى مما كانت سوف تكون لو لم تحدث هذه العملية* ، وتفسير ذلك يرجع لتأثير المحتوى لمعلوماتي و اثر الوكالة.

الشكل رقم 1-7 : اثر الإعلان عن إعادة شراء الأسهم على سعر السهم



المصدر: Pascal Quiry et Yann Le Fur, Les rachats d'actions, Article paru dans Les Echos du 28 octobre 2004

يتضح من الشكل أنه بعد 10 أيام من الإعلان عن إعادة شراء الأسهم ارتفع سعر السهم، وتفسير ذلك يرجع إلى :

أ- الإشارة التي تبعث بها عملية إعادة شراء الأسهم بأن مسؤلو المؤسسة لديهم معلومات أكثر عن الوضع الراهن للسوق ومستقبله، و بالتالي يعتقد المستثمرون انه في ضوء المعلومات المتوفرة لديهم بان السهم مقيم بأقل من قيمته؛

ب- تأثير الوكالة من خلال تخفيض المرونة المتاحة للمسيرين.

2) التأثير على التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال :

حسب رأي الكاتبينPascal Quiry et Yann Le Fur فان إعادة شراء الأسهم يمكن بشكل كبير أن تساهم في تخفيض تكلفة رأس مال المؤسسة. و حجتهما في ذلك : بماذا يفسر العدد الكبير من المؤسسات

* نجد مثلا أن مؤسسة Citigroup قامت بعملية إعادة شراء الأسهم مما أدى زيادة سعر سهمها بنسبة 6%.

ذات الأداء التشغيلي الممتازperformances opérationnelles و لا تخشى الإفلاس مثل Nestlé, General Electric, Toyota, L'Oréal, … واستدانتها جد ضعيفة ولم يسبق لها أن قامت بعمليات إعادة شراء أسهم ضخمة.

3) التأثير على ربحية السهم :

إعادة شراء الأسهم بالمؤسسة تؤدي إلى زيادة (relution) ربحية السهمBPAعندما يكون مقلوب نسبة سعر السهم إلى العائد PER أعلى من معدل الاستدانة(التوظيف) بعد الضريبة. أما في الحالة العكسية فانه يؤدي إلى تخفيض ربحية السهمBPA.

4) التأثير على مردودية الأموال الخاصة :

تؤثر إعادة شراء الأسهم بشكل غير طبيعي على مردودية الأصل الاقتصادي RE*، لكن تؤدي إلى تحسين مردودية الأموال الخاصة Rcp بمقدار تكلفة الاستدانة بعد الضريبة للأموال المقترضة contracté، من اجل تمويل عملية إعادة شراء الأسهم مادام أنها اقل من المردو دية الاقتصادية، وهو ما يعرف بأثر الرفع المالي.

5) التأثير على السيولة أو الملاءة :

بصرف النظر عن الحالة القصوى لLBO (أي عملية إعادة شراء أسهم ضخمة ممولة بالديون مع تغير درجة سيطرة المساهم، بمعنى عملية تمويل السيطرة على المؤسسة بمصادر جلها استدانة)، فانه في الحالة العادية لعملية إعادة شراء الأسهم ناذرا ما تحمل هذه العملية تأثير على ملاءة المؤسسة.

انطلاقا مما سبق، يمكن القول بان عملية إعادة شراء الأسهم ترسل إشارات بان المسيرين يهتمون بمصالح المساهمين، وانه إذا لم تكن هناك فرصة استثمارية مهمة أو مربحة فان التدفقات النقدية الاستثنائية توزع على المساهمين، و بالتالي هم يتجنبون تدمير القيمة.

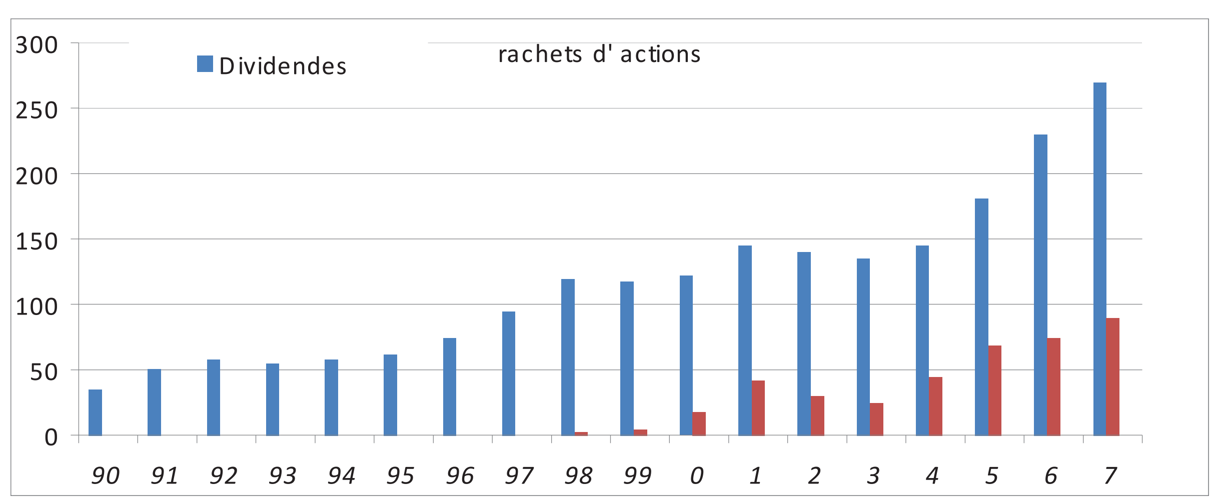
كما يمكن اعتبار عملية إعادة الشراء عملية طبيعية لإعادة تخصيص سيولة القطاعات أو المؤسسات الناضجة نحو القطاعات الجديدة أو المؤسسات النامية **entreprises en plein développement**[1].

* تهتم المؤسسة بمردودية الأصل الاقتصادي كونها تمثل مصدر تسديد المستحقات التي عليها من مصاريف مالية وعوائد رأس المال وضرائب على الأرباح، ويمكن حسابها من خلال قسمة نتيجة الاستغلال على الأصل الاقتصادي.

[1] Idem.

نحاول فيما يأتي تبين مزايا و عيوب عملية إعادة شراء الأسهم وذلك بتبيان الاختلافات بين التوزيعات النقدية وإعادة شراء الأسهم و نأخذ على سبيل المثال التوزيعات النقدية وإعادة شراء الأسهم ل 600 مجمع الأولى المسعرة أوروبيا وذلك منذ 1990الى2007 :

الشكل رقم **1-8:** توزيعات الأرباح وإعادة شراء الأسهم ل 600 مجمعة الأولى المسعرة أوروبيا



المصدر: Ibid, p 910

بلغت إعادة شراء الأسهم ذروتها في 2001**-**مقارنة بالسنوات من 1998الى2003**-** وبسبب تدهور الأوضاع الاقتصادية انخفض حجمها في عامي 2002 و 2003، لتعود للارتفاع مجددا ابتداء من 2004**.**

أما فيما يخص توزيعات الأرباح، فما عدا عامي 1993 و 2003 الذين شهدا انخفاض، فتوزيعات الأرباح ترتفع بشكل متزايد منذ 1994. وانطلاقا من 2004 ارتفع مستوى التوزيعات عن قيمة Md150 €**.**

أما بالنسبة للاختلافات بين توزيعات الأرباح وإعادة شراء الأسهمفهي كآلاتي **:**

أ**-** برنامج إعادة شراء الأسهم يعطي للمساهمين حرية الاختيار في بيع أو عدم بيع ما يملكون من أسهم، فالمستثمر الذي في حاجة عاجلة للأموال يمكنه بيع بعض ما يمتلكه من أسهم، أما المستثمر الذي لا يحتاج لسيولة إضافية فيمكنه الاحتفاظ بما لديه من أسهم و الحصول على التوزيعات المقررة. في المقابل توزيعات الأرباح تفرض على الكل؛

ب**-** إعلان المؤسسة عن عملية إعادة شراء أسهم، غالبا ما يرسل إشارات ايجابية للسوق، وعادة ما يشير إلى أن السهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية؛

- ت- في حالة وجود سيولة مهمة لدى المؤسسة، فان برنامج إعادة شراء الأسهم يتحاشى فعل L'effet cliquet والمقصود من هذا انه في حالة قرار المؤسسة إجراء توزيعات نقدية فانه سيواجه صعوبات في التخفيض في السنة المقبلة، وهذا ما يرسل إشارة سلبية إلى مساهميها والسوق و هذا هو الذي يدعى بأثرL'effet cliquet؛
- ث- إعادة شراء الأسهم تسمح بتغير هيكل رأس المال، كما سبق الإشارة إليها، و بالتالي تساعد الإدارة في الوصول إلى هيكل رأس المال المستهدف؛
- ج- تؤدي عملية إعادة شراء الأسهم إلى تقليل عدد الأسهم المطروحة في السوق مما يؤدي إلى زيادة سعر السهم. وفي المقابل قد تؤدي التوزيعات إلى انخفاض سعر السهم[1].

تعتبر هذه الاختلافات بين إعادة شراء الأسهم و التوزيعات النقدية مزايا لعملية إعادة شراء الأسهم، وبالرغم من ذلك فان لهذه العملية عيوبا أيضا، فموقف المساهمين لا يكون على جد السواء بين التوزيعات النقدية من جهة و التوزيعات في شكل أسهم من جهة أخرى، فعادة ما تؤدي التوزيعات النقدية إلى زيادة سعر السهم بشكل اكبر من سياسة إعادة شراء الأسهم يضاف إلى ذلك أن المساهمين عادة ما يفتقدون لمعرفة كاملة بشان الإجراءات التي تتبعها المؤسسة في برامج إعادة شراء الأسهم، كذلك فان المساهمين لا يحوزون معلومات ملائمة بشان حاضر و مستقبل أنشطة المؤسسة، ليس هذا فحسب فعادة ما تعلن المؤسسة عن برامجها لإعادة شراء الأسهم قبل أن يشرع هؤلاء المستثمرين في التحوط إزاءذلك. و أخيرا عادة ما تعرض المؤسسة سعرا عاليا للسهم المعاد شراؤه، و هو ما يعني تعرض المساهمين الباقين الذين لا يو ضون أسهمهم للبيع للخسارة، خاصة بعد إتمام عملية إعادة شراء الأسهم، فعادة ما ينخفض سعر السهم عن السعر الذي كانت تعرضه المؤسسة لإعادة شراء بعض الأسهم[2].

بعد التطرق لأنواع سياسات توزيع الأرباح، سواءا التوزيعات النقدية أو التوزيعات في شكل أسهم، نجد انه لدى المؤسسة عدة بدائل عليها أن تختار منها السياسة المناسبة لها، وفي هذا الصدد نجد خمسة معايير للاختيار :

1) المرونة :

يعبر هذا المعيار عن علاقة سياسة التوزيع بالهيكل المالي، فالتوزيعات النقدية لا تؤثر على الهيكل المالي للمؤسسة إلا بعد عدة سنوات. و في المقابل التوزيعات غير النقدية تؤدي إلى إحداث تغير في الهيكل المالي؛

---

[1] A.Burland et al, op Cit, p p 212-213.

[2] محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص415.

2) الإشارة :

تقوم كل القرارات المالية بإرسال إشارات إلى المستثمرين، و بالنسبة لتوزيعات الأرباح سواء النقدية أو التي في شكل أسهم - ما عدا إعادة شراء الأسهم - فإنها ترسل إشارة واضحة حول مستوى الأرباح المستقبلية و أيضا حول مستوى قيمة السهم. أما إعادة شراء الأسهم فترسل إشارة اقل حول النتائج المستقبلية مقارنة بالتوزيعات، و قد تم التعرض لموضوع إعادة شراء الأسهم و الإشارات التي ترسلها فيما سبق؛

3) التأثير على المساهمين :

يلاحظ أن التوزيعات النقدية و الاستثنائية لا تملك تأثير على تركيبة المساهمين لان هذه التوزيعات لا تغير في عدد الأسهم في المؤسسة. في المقابل التوزيعات في شكل أسهم وخاصة إعادة شراء الأسهم تؤثر بشكل طبيعي على تركيبة المساهمين، وذلك من خلا التغير في حصصهم و كذلك عن طريق إدخال مساهمين جدد؛

4) التأثير على خيارات المسيرين :

يجب على المسيرين قبل اتخاذ قرار بشان التوزيعات، أن يدرس بشكل جيد لان أي تأثير غير طبيعي لابد من تصحيحه، و إلا تم إرجاع السبب إلى ضعف أداء الإدارة ومنه انخفاض قيمة المسير ين في سوق العمل؛

5) الجباية :

من الطبيعي أن تؤخذ الجباية كأحد معايير الاختيار باعتبارها من العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح[1].

خلاصة و استنتاجات:

يمكن استنتاج ما يلي :

- ✓ يولي المستثمرون سواءا الحاليين أو المرتقبين اهتماما بالغا بربحية السهم، كونه يستخدم لتقييم أسعار الأسهم و تحديد القدرة على سداد التوزيعات ومؤشر لأداء المؤسسة؛
- ✓ تتمثل سياسة التوزيع في قرار المؤسسة بشان المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين و بين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثماره، ويمكن أن يتاح للمؤسسة مصدرين لتمويل تلك التوزيعات، أولها المصدر الداخلي (التمويل الذاتي) و ثانيها المصدر الخارجي (إصدار أسهم أو سندات). فإذا تم الاعتماد على المصدر الأول فيشير قرار توزيع الأرباح إلى كونها قرارا استثماريا،

[1] pierre vernimmen, op Cit, p p 910-911.

أما إذا تم الاعتماد على المصدر الثاني فيشير قرار التوزيع إلى كونه قرارا تمويليا. ومن هنا نلاحظ تفاعل قرار توزيع الأرباح بالقرارات المالية الأخرى؛

- ✓ عادة ما يتم تحديد سياسة توزيع الأرباح بعد النظر إلى الاحتياجات النقدية المستقبلية للمؤسسة، خاصة إذا كانت لتمويل فرص استثمارية تمكن المؤسسة من زيادة معدلات النمو في أرباحها المستقبلية، إلا أن ذلك قد يعني تقلب مستمر في مستويات توزيع الأرباح عن تلك التي تمت في السنوات السابقة لما لذلك من آثار سلبية على سعر السهم، كون المستثمر لا يهتم بنسبة الأرباح الموزعة حاليا وإنما لمعدل التغير، و الذي من الأفضل أن يكون المعدل يميل للاستقرار، و بذلك فاتخاذ قرار بزيادة الأرباح الموزعة لابد أن يتم بعد التأكد من قدرة المؤسسة على الاستمرار في توزيع هذا المستوى الجديد من الأرباح على المساهمين؛
- ✓ يجب على المدير المالي أن يأخذ في الحسبان مختلف العوامل المؤثرة عندما يخطط لسياسة التوزيعات المستقبلية و في مقدمة هذه العوامل الفرص الاستثمارية المتاحة، القيود القانونية و التعاقدية، فرص النمو، حجم الأرباح ومدى توفر السيولة، عامل الضريبة، تكلفة الإصدار و المعاملات، بالإضافة إلى عوامل أخرى؛
- ✓ تتاح للمؤسسة العديد من الأنواع لسياسة توزيع الأرباح، فالتو زيعات لا تدفع في صورة نقدية فقط، فهناك التوزيعات في صورة أسهم، وهذا ما يمنح المؤسسة نوع من الحرية في الاختيار، لذلك نجد أن هناك معايير محددة للاختيار.

خامسا : تقييم مؤشرات خلق القيمة

قبل اختيار المؤشر المناسب، يجب فهم نقاط ضعف كل مؤشر من مؤشرات خلق القيمة، كما يجب اختيار المؤشر الأكثر إغراءاً لإظهار خلق القيمة بدلا من تدمير القيمة.وفي الجدول التالي توضيح لكل من نقاط ضعف وقوة كل مؤشر من المؤشرات السابقة الذكر:

الجدول رقم 2-3 :نقاط قوة وضعف مؤشرات خلق القيمة.

المؤشرات البورصية		المؤشرات الهجينة		المؤشرات المالية	المؤشرات المحاسبية			
خلق القيمة البورصية	معدل المردودية الإجمالي للمساهمين	معدل المردودية الداخلي	الربح الاقتصادي	VAN القيمة الحالية الصافية	الأموال الخاصة للسهم	معدل المردودية المحاسبية	BPA ربحية السهم الواحد	المؤشر
MVA	TSR	IRR, CFROI	EVA	NPV		ROE, ROCE	EPS	رمز المؤشر بالانجليزية
-تتميز بالبساطة والوضوح في الحساب - يقيس خلق القيمة المتراكم وليس السنوي	- يتم حسابه على مدى متوسط	لا يوجد حدود زمنية للنتائج السنوية	مؤشر بسيط يأخذ بمفهوم التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.	يعتبر أفضل مؤشر كونه يأخذ في الحسبان عامل الخطر والقيمة الزمنية للنقود	أفكاره بسيطة	أفكاره بسيطة	- أسبقيته التاريخية. - بساطته في الحساب.	نقاط القوة
- يخضع لتذبذبات الأسواق المالية. -صعوبة تطبقه في المؤسسات غير المسعرة	حسابه على مدى قصير جداً يجعله خاضع إلى تذبذبات الأسواق المالية.	معقد في حسابه	-حدود استعماله لسنة واحدة. -تقييم السعر في أزمنة صعبة التقدير apprécier	صعوبة حسابه من طرف محلل خارجي	مقارنة جد بعيدة مع خلق القيمة	-مفهوم محاسبي وبالتالي لا يأخذ في الاعتبار الخطر. -محدود الاستعمال لدورة واحدة. -يجب أن يقارن مع المعدل المطلوب من طرف المساهم لإعطاء مدلول	-لا يأخذ في الحساب الخطر. -لا يأخذ في الحسبان تكلفة الأموال الخاصة.	نقاط الضعف

المصدر : Ibid., p888

مدخل

بعد التطرق إلى الأسس النظرية المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة، وكيفية تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، نحاول في هذا الفصل اختبار مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في سوق باريس المالي Euronext paris و ذلك من أجل المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40.

سعيا لتحقيق الأهداف المرجوة من هذه الدراسة، نقوم باختبار وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، وذلك عن طريق الدراسة الاختبارية، كما نقوم بتدعيم هذه الدراسة بدراسة الحدث* ، لمعرفة أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على الأسعار السوقية للأسهم (قيمة المؤسسة)، وهذا من شأنه أن يسمح لنا بفهم أفضل لسياسة توزيع الأرباح ومدى تأثيرها على قيمة المؤسسة من وجهة نظر نظرية الإشارة.

يتناول هذا الفصل التعريف بسوق باريس المالي، و مؤشر CAC40 وعرض أدائه وتطوراته في المبحث الأول، أما المبحث الثاني فتناول الدراسة الاختبارية بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، والمبحث الثالث والأخير نتطرق فيه إلى الدراسة الحدثية.

المبحث الأول : تقديم مجتمع الدراسة ووصف العينة المختارة

المطلب الأول: نظرة عامة حول بورصة باريس

تسمى بورصة باريس أيضا بأورونكست باريس، هذه الأخيرة تابعة لأور ونكست Euronext منذ عام 2000، وتعتبر بورصة باريس أهم بورصة فرنسية وهي السوق الرسمية للأسهم الفرنسية، وانطلاقا من هذا نتطرق في هذا المطلب بالتسلسل وبشكل مختصر إلى أورونكست Euronext ثم البورصة الفرنسية، وبشكل أكثر تفصيلا إلى بورصة باريس.

* دراسة الحدث Event Study هي وسيلة إحصائية لتقييم تأثير هذا الحدث على قيمة المؤسسة، فعلى سبيل المثال يمكن تحليل الإعلان عن الاندماج بين مؤسستين لمعرفة ما إذا كان المستثمرون يعتقدون أن هذا الاندماج سوف يؤدي إلى رفع قيمة المؤسسة أم العكس.

أولا: أورونكست Euronext

Euronext هي بورصة أوروبية، وهي عبارة عن مؤسسة هولندية أنشأت في 22 سبتمبر2000، وذلك من خلال اندماج إدارة أسواق الأسهم في بورصة باريس وبروكسل (BXS) و أمستردام (AEX)، واكتملت هذه المجموعة بانضمام بورصات لشبونة وبورتو (BVLP) 2001، وفي 2002 انضمت إليهم بورصة لندن الدولية المالية و الخيارات المستقبلية LIFFE (London International Financial futures and options Exchange)، وبهذا أصبحت Euronext تضم ستة أسواق نقدية marchés au comptant، في خمسة دول (هولندا، بلجيكا، فرنسا، البرتغال، المملكة المتحدة)، وستة أسواق للمشتقات المالية. وقد كان تجميع البورصات الأوروبية في بورصة Euronext ضروري من أجل تخفيض تكاليف المعاملات في ظل المنافسة الأوروبية والعالمية التي أصبحت أكثر حدة.

وبتاريخ 1 جوان 2006 أعلنت أورونكست الاتفاق من أجل الاندماج بشكل متساوي (entre egaux) مع البورصة الأساسية الأمريكية والعالمية NYSE (New York Exchange)، وبدأ الاندماج منذ 4 أفريل 2007، وأصبحت تدعى NYSE Euronext وهي شركة قابضة، وبهذا الاندماج أصبحت أكبر وأكثر سيولة من أي مجموعة بورصة في العالم، وهي تقدم مجموعة من المنتجات والخدمات المالية، وهي الرائدة في العالم من حيث تسعير القيم Cotation de Valeurs ومبادلة المنتجات التجارية ومشتقات الأسهم ومعدل الفائدة، السندات وتوزيع بيانات السوق.

يوجد ببورصة أورونكست عدة مؤشرات، منها مؤشرات أصلية وهي مؤشر باريس CAC40 بروكسل BEL20 ، أمستردام axe، لشبونةPSI 20 وهناك مؤشرات تابعة لأور ونكست أنشأت بإنشاء هذه الأخيرة مثل FTS Euronext (يحتوي على أكبر 80 قيمة في المنطقة الأوروبية)، وكذلكAlternext Allshares[1]

ثانيا: البورصة الفرنسية

تتشكل البورصة الفرنسية من بورصة باريس بالإضافة إلى ست بورصات جهوية وهي بورصة: بوردو، ليل، ليون، مرسيليا، نانسي، ونانت، وبالنظر إلى الدور الهامشي الذي كانت تؤديه سوق رؤوس الأموال عامة، وإلى الدور المحدود الذي تطلّع به البورصات الجهوية، فإن السلطات الفرنسية قامت بإجراء تصحيحات وتعديلات

---

[1] تم الاعتماد بشكل أساسي لإتمام هذا الجزء على المراجع الآتية:
-http://bourse-traer-finance-fr/euronext. consulté le2011/01/07.
- le CAC40 a 20 ans, www.euronext.com/Fic/000/038/321/383210.pdf.

بغرض تحديث البورصة وعصرنتها وإعطائها الصبغة العالمية، حيث شرع في هذه التصحيحات انطلاقا من سنة 1984.[1]

ثالثا: بورصة باريس

تسمى بورصة باريس كذلك بساحة باريس place de paris، وهي السوق الرسمي للأسهم بفرنسا، وينقسم هذا السوق إلى عدة مقصورات (حجرات)، تحكمها عدة قواعد خاصة، وطبقا للقانون الصادر في 2 جويلية 1996 تم تقسيم السوق إلى أسواق منظمة وأسواق حرة، حيث الأسواق المنظمة تنقسم إلى السوق الأولى والسوق الثانية والسوق الجديدة، ولإلقاء النظر أكثر حول بورصة باريس سوف نتعرض إلى : تاريخ بورصة باريس، سير عمل البورصة، الحجرات المختلفة للبورصة، سلسلة معالجة الأوراق المالية، المؤشرات البورصية.

1.تاريخ البورصة:

تقرر في 24 سبتمبر 1724 إنشاء بورصة باريس، وذلك من طرف مجلس دولة الملك ، حيث كان الملك يأمل في استعادة النظام Sein للاقتصاد الفرنسي، بسبب فشل القانون، هذا الفشل أدى إلى إفلاس عدد من المدخرين وزيادة حرص المستثمرين تجاه الأسهم.

احتلت البورصة في البداية فندق Nevers، قبل أن تمر بعدة أماكن في باريس، وفي 1808 وضع نابليون الأول الحجرة الأساس لقصر برونيارت Brongniart، هذا الأخير صمم من أجل –ولازال- مقر لبورصة باريس.

تدار بورصة باريس إلى غاية 1980، من قبل هيئة أعوان صرف agents de change، ومع زيادة المنافسة بين البورصات الدولية ولاسيما بورصة لندن، وضعت مسألة تحديث بورصة باريس والتي كان من بينها العمل بالمزاد العلني la Criée، الذي بقي ساريا العمل به إلى غاية هذا الوقت، بالإضافة إلى نظام CAC Cotation asristée en continu الذي قدم تدريجيا بين عامي 1986 و1989، وذلك من أجل التداول المستمر وضمان الاستمرارية للسوق، وهذا الإجراء تابع للإصلاحات المؤسساتية، كتعديل قانون أعوان الصرف (سماسرة البورصة)، وظهور مؤسسات بورصية جديدة مثل مؤسسة البورصة الفرنسية(اختصار لمؤشر SBF الحالي)، متبوعة بشركة أعوان الصرف (اختصار للمؤشر الحالي CAC40). ورافق تحديث بورصة باريس مبادرات

[1] محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة دكتوراه ، غير منشورة، جامعة الجزائر،1998، 1999، ص206.

أخرى مثل إنشاء عام 1989 أسواق منظمة للمشتقات المالية MATIF و MONER، وقد مهد تحديث سوق باريس المالي الطريق للمستثمرين الأجانب.

منذ نهاية سنوات 1990، وبعد إنشاء NSC (نظام التسعير الجديد Nouveau Système de Cotation) وبورصة باريس تطلق مبادرة الاندماج بين مختلف البورصات الأوروبية، التي بلغت ذروتها مع إنشاء أورونكست سنة 2000، وأصبح يطلق أيضا على بورصة باريس بأورونكست باريس Euronext Paris.

2. سير عمل بورصة باريس:

يتحقق عادة التفاوض ببورصة باريس بالمزاد العلني، ومنذ أواخر 1980 و البورصة تعتبر سوقاً إلكترونية بالكامل بفضل إنشاء نظام CAC (التقييم المستمر المساعد)، الذي غُير سنة 1990 بتكنولوجيا NSC، وبشكل عام فإن بورصة باريس تعتبر سوقاً مدارة بالأوامر أو سوق أعوان Marché d'agence، ويتم تحديد سعر أسهم المؤسسات المدرجة بالمواجهة (مقارنة) المباشرة لأوامر البيع والشراء، وفي بعض الحالات يتدخل وسيط تجاري خاص يسمى صناع السوق teneurs de marche، الذين يتدخلون لإنعاش تحديد سعر بعض القيم.

يؤجل تبادل الأسهم وفقا لسيولتها، فأسهم السيولة تكون مسعرة باستمرار من 00: 9 إلى 40: 17، في حين قيم الأسهم التي سيولتها أقل أهميةتكون مسعّرة بثبات في جدول (أوقات) محددة مسبقا.

3. الحجرات المختلفة للبورصة:

في أورونكست باريس يمكن التفاوض على الأوراق المالية التالية، وفي الحجرات التالية:

- **الأسهم** : يتم التفاوض بشأنها في الحجرات التالية : (أوروليست Eurolist، ألترنكست Alternext، السوق الحرة، نيوز أورونكست باريس Paris Nyse Euronext).
- **السندات:** يتم التفاوض بشأنها في الحجرات التالية : (حجرة Compatiment للسندات: مختلف مجموعات تحديد الأسعار Cotation تبعا لخصائص السندات).
- **سندات وشهادات الخزينة:** يتم التفاوض بشأنها في حجرة Next Warrants.
- **Trackers:** يتم التفاوض بشأنها في حجرة Next tracks.

4.سلسلة معالجة الأوراق المالية:

و هي سلسلة تجهيز الأوراق المالية، تغطي جميع العمليات التي تضمن النجاح في إنجاز الصفقات التي يقوم بها مختلف المتدخلين في السوق المالية.

5.المؤشرات البورصية في بورصة باريس:

تنشر أورونكست باريس مؤشرات سوقية مختلفة، بالإضافة إلى مؤشرات قطاعية. وأدى اندماج مختلف حجرات الأسهم (السوق الأولى، الثانية، الجديدة) إلى ميلاد أوروليست Eurolist ومؤشرات جديدة، من أجل إظهار أفضل مشهد لتطورات الأسواق، وتتمثل مؤشرات بورصة باريس فيما يلي :

- **CAC40**: سوف نتطرق إليه لاحقا.
- **CAC NEXT20** : أُطلق في 31 ديسمبر 2002 بقاعدة 3000نقطة، ويشمل أهم عشرين قيمة تلي قيم مؤشر CAC40، وهو مرشح لاستكمال والاندماج في المؤشر الرئيسي CAC40.
- **CAC Mid100** : بدأ في التداول الرسمي في 1 جانفي 2005 (أنشأ في 31 ديسمبر 2002 بقاعدة 3000 نقطة)، ويتكون هذا المؤشر من قيم مؤشر SBF250 مسحوبا منها قيم مؤشرات CAC40 و CACNext20 و CAC Small.
- **CAC Small** : يضم 90 قيمة متوسطة.
- **CAC Mid et Small 190** : يضم قيم آخر مؤشرين.
- **CAC IT 20** : هو مؤشر للتكنولوجيا والمعلومات، وهو مكون من 20 مؤسسة اتصالات مدرجة في بورصة باريس.
- **Société des Bourses Françaises SBF80** : أطلق في 28 ديسمبر 1990 بقاعدة 1000 نقطة، وهو مكون من 80 قيمة ذات الرسملة البورصية الأولى في السوق الأولى والثانية (خارج CAC 40).
- **SBF120** : وهو مكون من قيم مؤشر CAC40 و SBF 80.
- **SBF 250** : أطلق في 28 ديسمبر 1990 يشمل 250 قيمة ذات الرسملة البورصية الأولى في جميع أسهم مؤشر CAC (التي تجمع كل المؤسسات المسعرة في بورصة باريس)، وهي بالترتيب CAC40 يليه 20 سهم لمؤشرCACNext20 و 100 قيمة التالية لمؤشر CAC Mid100 و90 سهم الأصغر منها مؤشر CAC Small.[1]

---

[1]تم الاعتماد بشكل أساسي لإتمام هذا الجزء على المراجع الآتية :
- http://fr.Wikipedia.org/wiki/bourse-de -paris. consulté le.2011/01/07
-http://www.banque-credit.org/pages/bourse-de paris.html consulté le 2011/01/28

المطلب الثاني: تقديم مؤشر CAC40

أولا: تاريخ مؤشرCAC40

يشير الرمز CAC إلى شركة أعوان الصرف (Compagnie des agents en de change)، وهي اليوم اختصار لتحديد السعر المساعد والمستمر **C**otation **A**ssistée en **C**ontinu، إذن المؤشر يوفر الاستمرار، وفكرة عن تطورات واتجاهات السوق.

ولد المؤشر ر سميا يوم 15 جوان 1988، مع قاعدة ثابتة بـ1000 نقطة في 31 ديسمبر 1987، يتعلق إنشاؤه بأزمة 1987 الذي عدل احتكار التداول البورصي، والذي كان يدار سابقا مباشرة من قبل ضوابط وزارية Officiers minisitériels de Bourse، والتي تحولت إلى مؤسسات سماسرة الأوراق المالية Sociétés de Bourse، والتي تسمى الآن مؤسسات الاستثمار.

و كما يوحي اسمه CAC40، فإنه مركب من عينة 40 قيمة (مؤسسة) فرنسية مسعرة من بين 100 قيمة الأولى ذات الرسملة البورصية المعومة، والممثلة لمختلف قطاعات الاقتصاد الفرنسي، والتي تعكس الاتجاه العام للاقتصاد الفرنسي، ويتم تعديل قائمة 40 سهما واستحداثها للحفاظ على الطابع التمثيلي للسوق المالي الفرنسي، على حد سواء من حيث حجم وشروط أنشطة القطاعات. حيث يتم إعادة النظر في تركيبة المؤشر فصليا (كل 3 أشهر) من قبل لجنة خبراء Comité d'experts، وعندما يتم شطب مؤسسة من المؤشر، فإنه يتم استبدالها من حيث المبدأ بقيم CAC Next20، التي تضمن المتطلبات المالية للإدراج في مؤشر CAC40 (سيولة الورقة المالية، رسملة بورصية كافية Suffisante، حجم التبادل اليومي للأوراق المالية كبير.....)[1]

ثانيا: كيفية حساب المؤشر CAC40

منذ 1 ديسمبر 2003 أصبح مؤشر CAC40 والمؤشرات العالمية* الكبرى تعتمد نظام التعويم الحر، الذي يأخذ في الحسبان بالإضافة إلى الرسملة البورصية للمؤسسات المكونة له عدد الأسهم المتاحة فعلا في السوق، وهذا القرار أُتخذ من طرف المجلس العلمي لمؤشرات أورونكست باريس، مما يسمح بتأمين أكثر اتساق (ترابط) بين

[1] تم الاعتماد بشكل أساسي لإتمام هذا الجزء على المراجع الآتية :

-http://fr.Wikipedia.org/wiki/CAC40. consulté le2011/01/07

- le CAC40 a 20ans, www.euronext.com/Fic/000/038/321/383210.pdf.

- François Benhmad, LA WVAR(WAVELET VALUE AT RISK) UNE ANALYSE TEMPS-FREQUENCE DE LA VAR DU CAC40, Thèse présentée pour l'obtention du grade de docteur, l'université Montpellier, 2010, p 135.

* أهم المؤشرات العالمية هي مؤشر نيويورك Dow Jon NES ، مؤشر أوروبي Dow JONNES، مؤشر لندن FTSE100، مؤشر طوكيو NIKKEI225، مؤشر أمريكي NASDAQ، مؤشر فرنكفورت DAX30 .

الواقع البورصي للمؤسسات وترجمة هذا الواقع في المؤشرات، والحد من ظواهر التقلب الناتجة عن التشويه الكبير جداً بين وزن القيمة في المؤشر وحصة رأس المال المعوم المتاحة في السوق.

يقصد بالرسملة البورصية المعومة أو التعويم flottante، ذلك الجزء من رأسمال المؤسسة المملوك من قبل جمهور المستثمرين، وطبقا للتعديل المطبق على منهجية حساب المؤشر CAC40 فإن تقييم أوزان القيم المركبة لمؤشر CAC40، يأخذ في الحسبان نسبة المال المحتجز (المملوك) من قبل جمهور المستثمرين بدلا من رأس المال الإجمالي الصادر عن المؤسسات.

انطلاقا مما سبق يمكن التفرق بين طرقتين لحساب مؤشر CAC40:

1- الحساب المرجح بالرسلمة البورصية:

ويتم حساب مؤشره السعري وفق الشكل التالي:

$$I_t = 1000\frac{\sum_{i=0}^{N} Q_{i,t}C_{i,t}}{B_0K_t} \ldots\ldots\ldots\ldots (1-3)$$

حيث:

t : يوم الحساب.

N: عدد القيم في العينة.

$Q_{i.t}$: عدد الأسهم (الأوراق المالية) المستخدمة في المؤسسة i في التاريخ t.

$C_{i.t}$: سعر السهم (القيمة) i في التاريخ t.

B_0: الرسملة البورصية في يوم الأساس 1987/12/31.

K_t: المعامل المعدل في التاريخ t للرسملة القاعدية ($K_0=1$).

2- الحساب على قاعدة التعويم الحر:

عند التبديل للحساب على قاعدة التعويم الحر، فإن عدد الأوراق المالية $Q_{i.t}$ السابقة ستستبدل بالمتغير $Q_{i.t}.f_{i,t}.F_{i,t}$، حيث $f_{i,t}$ هو معامل محتمل للسقف الأعلى plafonnement و $F_{i,t}$ هو معامل التعويم (أو

حصة الرسملة البورصية المعومة). كما أن معامل السقف الأعلى هو محدد على قاعدة أسعار الإغلاق عشية الترجيح Veille de la bascule[1].

ويتم حساب مؤشره السعري وفق الشكل التالي:

$$I_t = 1000\frac{\sum_{i=0}^{N} F_{i,t} f_{i,t} Q_{i,t} C_{i,t}}{B_0 K_t} \dots\dots\dots\dots (2-3)$$

ثالثا : سير عمل المؤشر

تنشر قيمة المؤشر CAC40 من الاثنين إلى الجمعة من الساعة 9:00 إلى 17:00، ويتم تحديثه كل 15 ثانية، وتبدأ كل يوم من 7:15 إلى9:00 وتسمى هذه الفترة بـ Pré-ouverture، حيث تتراكم الأوامر بدون وجود صفقات محققة (مكتملة)، ثم يتبع التداول من 9:00 إلى 17:30، ويتم التصويت بصفة مستمرة، ويحدد سعر الإغلاق في 17:35 أي 5 دقائق بعد حساب سعر التوازن.

كل تغير في سعر الأربعين ورقة يتجاوز 10% أو مرتين 5 % في نفس الاتجاه لتحديد السعر Cotation، نقول أن الورقة محجوزة réservé إلى الصعود أو الارتفاع، كما أن أوزان الأربعين قيمة لمؤشر CAC تعتمد على الرسملة البورصية العائمة لكل سهم كما لا ينبغي أن تكون هناك قيمة يتجاوز وزنها في المؤشر 15 %[2]

رابعا : أهم التواريخ في المؤشر

- **أكتوبر 1987** : تحطم سوق الأسهم (أزمة بورصية).
- **أوت 1990** : أزمة الطاقة.
- **1991** : اجتياح الكويت (أزمة سياسية)
- **سبتمبر 1998**: الأزمة الروسية (أزمة الاستدانة للمؤسسات الكبرى الأسيوية)
- **نهاية 2000/1999**: فقاعة الانترنت.

[1] تم الاعتماد بشكل أساسي لإتمام هذا الجزء على المراجع الآتية :

-Le calcul de l'indice CAC40 sur la base de la capitalisation flottante, www.euronext.com/Fic/000/010/913/109137.pdf.

-Nyse Euronext, Règles de l'indice CAC 40, www.euronext.com/fic/000/042/715/427158.pdf

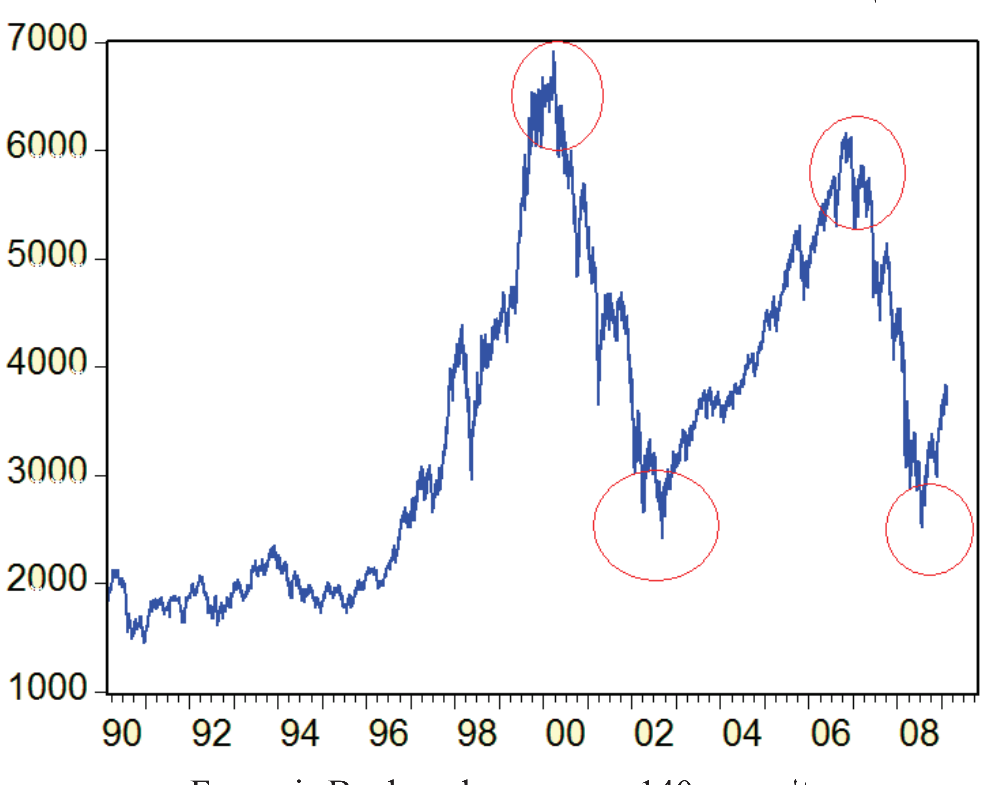
[2] François Benhmad, OP CIT, p 136.

- **سبتمبر 2001**: أحداث 11 سبتمبر 2001**.**
- **مارس 2003**: بدأ الحرب في العراق**.**
- **2003/ نوفمبر 2007**: 4 سنوات متتالية شهد فيها المؤشر ارتفاع.
- **2007** : أزمة العقارات الأمريكية (استدانة العائلات الأمريكية).
- **2008** : الأزمة البنكية[1]

المطلب الثالث: التطورات الإحصائية لمؤشر CAC40

اختلفت قيمة مؤشر CAC40 اختلافا كبيراً منذ إنشائه، وشهد عدة فترات صعود وانخفاض، كما يوضحه الشكل التالي :

الشكل رقم (3-1) : تطور مؤشر CAC40 من 1990/03/01 إلى 2009/10/02**.**



المصدر : François Benhmad, OP CIT., p 140.

[1] تم الاعتماد بشكل أساسي لإتمام هذا الجزء على المراجع الآتية :

- Amiral Gestion, Lettre de décembre 2009, www.zonecours.hec.ca/.../H2011-1-2548262.2009-12-la-théorie-deficiente-des-marches.pdf.
- le CAC40 a 20ans, www.euronext.com/Fic/000/038/321/383210.pdf.

نلاحظ أن الدورة الأولى، التي تمتد من أكتوبر 1998 إلى غاية شهر مارس 2003، مر المؤشر خلالها بفترة صعود من 08-10-1998 إلى 04-09-2000، هذه الفترة التي تميزت بتشكل فقاعة نظرية bulle spéculative تسمى بفقاعة الانترنت bulle internet، وعلى خلفية ذلك ارتفع مؤشر CAC40 إلى أعلى مستوى له في 4 سبتمبر 2000 إلى 6944.77 نقطة. وأعقبت الفترة السابقة فترة من التراجع انطلاقا من 2000/09/05 إلى 2003/03/12، وفي هذه الفترة تراجع المؤشر إلى 2401،15 نقطة يوم 2003/03/12 (أدنى مستوى له منذ 1997). وذلك بعد انفجار فقاعة المضاربة في قطاعات الاتصالات والانترنت والتي تفاقمت في 11سبتمبر2001.

أما الدورة البورصية الثانية، فتمتد من مارس 2003 إلى مارس 2009، وهي تتكون من فترة ارتفاع من 2003/03/13 إلى نوفمبر 2007، وفي هذه الفترة سجل المؤشر ارتفاع بشكل ثابت، حيث في 1 جانفي 2007 ارتفع المؤشر إلى أعلى من 5600 نقطة، وهو مستوى لم يشهده منذ شهر ماي 2001، كما وصل المؤشر إلى 5713 نقطة في 28 سبتمبر 2007، وأعقب هذه الفترة فترة تراجع ابتدءا من نوفمبر 2007 إلى غاية 09-03-2009. وفي هذه الفترة شهد المؤشر أدنى مستوى له في 09-03-2009 بـ 2519نقطة، كما أنه منذ بداية هذه الفترة وإلى غاية الفصل الثاني لـ 2008 شهدت 17مؤسسة أرقام

أعمالها المعدلة بالتضخم انخفاضا ومن بينها: (6%)Lagardère، (%11)Accor وبشكل طبيعي (بدون حساب معدل التضخم) أسهم القطاع البنكي مثل (%19) Société générale.

كما يمكن ملاحظة تطور قيم مؤشر CAC40 خلال السنوات الأخيرة، وهي ذاتها فترة الدراسة في بحثنا هذا.

الشكل رقم (3-2) : تطور مؤشر CAC40 من 2007/01/01 إلى 2010/04/01.



المصدر , ricol lasteyrie Expert et conseil financier, Profil financier du CAC40 , Présentation du 28 juin 2010 , :www.ricol- lasteyrie/fr/.../presentation%20profil%20cac%2040%202010.pdf p9.

يتضح من خلال الشكل أن مؤشر CAC40 شهد دورة جديدة منذ بدء شهر مارس 2009، حيث سجل المؤشر ارتفاعامستمرا، والذي حدث بعد التصحيح الصارم للانخفاض الحاد التابع لأزمة الرهن العقاري La crise des subprimes، والتي وقعت في الولايات المتحدة الأمريكية. ومع نهاية 2009 وبداية 2010 شهد المؤشر انخفاض في قيمته، مع ارتفاع قوى للتذبذبات والصفقات[1]

أما بالنسبة للأداء السنوي، فالجدول التالي يوضح تطور الأداء السنوي للمؤشر و المحسوب في 31 ديسمبر من كل سنة :

[1] تم الاعتماد بشكل أساسي لإتمام هذا الجزء على المراجع الآتية :
- http://fr.Wikipedia.org/wiki/CAC40. consulté le.2011/01/07
- le CAC40 a 20ans, www.euronext.com/Fic/000/038/321/383210.pdf.
- François Benhmad, OP CIT, p 136.
- ricol lasteyrie Expert et conseil financier (2010), op cit., p9.
- http://www.club.du.CAC40.com/definition.htm. . consulté le 2011/01/28
- Nyse Euronext, Règles de l'indice CAC 40, www.euronext.com/fic/000/042/715/427158.pdf.

الجدول رقم (3-1) : تطور الأداء السنوي مؤشر CAC40.

السنة	القيمة	الأداء
1987	1 000,00	-
1988	1 573,94	+ 57,4 %
1989	2 001,08	+ 29,5 %
1990	1 517,93	- 24,06 %
1991	1 765,66	+ 15,5 %
1992	1 857,78	+ 5,2 %
1993	2 268,22	+ 22,1 %
1994	1 881,15	- 17,5 %
1995	1 871,97	- 4,30 %
1996	2 315,73	+ 23,24 %
1997	2 998,91	+ 29,34 %
1998	3 942,66	+ 37,31 %
1999	5 958,32	+ 51,12 %
2000	5 926,42	- 0,54 %
2001	4 624,58	- 21,97 %
2002	3 063,91	- 33,75 %
2003	3 557,90	+ 16,12 %
2004	3 821,16	+ 7,40 %
2005	4 715,23	+ 23,40 %
2006	5 541,00	+ 17,53 %
2007	5 614,00	+ 1,32 %
2008	3 217,97	- 42,68 %
2009	3 936,33	+ 22,32 %
2010	3 804,78	- 3,34 %

المصدر : http://fr.Wikipedia.org/wiki/CAC40. consulté le07/01/2011.

يوضح الجدو ل أعلاه تطور قيم مؤشر CAC40 وأدائه السنوي منذ إنشائه إلى غاية 2010**.** ويمكن أن نلاحظ التطابق بين ما توضحه قيم المؤشر في هذا الجدول وما يوضحه الشكل رقم3-1، حيث شهد المؤشر أكبر ارتفاع له خلال سنتي 1999 و 2000 بالإضافة إلى سنتي 2006و2007. أما الأداء السنوي، فقد حقق المؤشر أفضل أداء له خلال سنتي 1988و1999، حيث انخفض أدائه بعد سنة 1988، وذلك بسبب أزمة الطاقة (أوت 1990)، أما في سنة 1999فقد حافظ المؤشر على أدائه مع انخفاض طفيف بنسبة **%**-0.54 وذلك بسبب ظهور بوادر الأزمة (انفجار فقاعة الانترنت)، وهو ما يؤكده انخفاض أداء المؤشر خلال السنتين التاليتين. أما أداؤه خلال السنوات الأخيرة، فقد شهد انخفاض خلال سنة **2008** بنسبة**%42.68**، وذلك راجع إلى الأزمة البنكية الأخيرة، ورغم تحسن أدائه سنة **2009**(وقد يرجع السبب إلى الاطمئنان حول مستقبل الأزمة) إلا انه عاود الانخفاض سنة**2010.**

المطلب الرابع :تركيبة مؤشر CAC40

تَـشَكّـلَ مؤشر CAC40 في بداية إنشاءه في 31-12-1987 من الأربعين القيمة التالية :

الجدول رقم(3-2): مؤسسات مؤشر CAC 40 في31-12-1987

01	Accor	11	CGIP	21	Havas	31	Paribas
02	Air Liquide	12	Chargeurs	22	Lafarge Coppee	32	Pechelbronn
03	Alcatel	13	Club Méditerranée	23	Legrand	33	Pernod Ricard
04	Arjomari	14	Crédit Foncier de France	24	LVMH	34	Peugeot
05	Bancaire (Cie)	15	Darty	25	Lyonnaise des Eaux	35	Saint Gobain
06	Bouygues	16	Dumez	26	Michelin	36	Saint Louis
07	BSN	17	Eaux (Gle)	27	Midi (Cie du)	37	Sanofi
08	Carrefour	18	Elf Aquitaine	28	Navigation Mixte	38	Société Générale
09	Casino	19	Essilor	29	Occidentale (Gle)	39	Télémécanique
10	CGE	20	Hachette	30	Oréal (L')	40	Thomson C

المصدر : le CAC40 a 20ans, www.euronext.com/Fic/000/038/321/383210.pdf.

يمكن مقارن تركيبة مؤشر CAC40 خلال انطلاقه مع تركيبته خلال سنة 2011(كما يوضحه الجدول رقم3-4)، حيث نلاحظ أن نسبة 35% من المؤسسات فقط مازالت مدرجة في المؤشر، أو بتعبير آخر حافظت على بقائها داخل المؤشر، بينما 65% من المؤسسات لم تستطع القيام بذلك، وهو ما يعكس التطورات العديدة في تركيبة هذا المؤشر* ، ويمكن ملاحظة بعض التطورات وذلك خلال السنوات الثلاثة الأخيرة انطلاقا من الجدول التالي :

الجدول رقم (3-3): تطور تركيبة مؤشر CAC40 من 2007-2010

التاريخ	المؤسسة الداخلة	المؤسسة الخارجة
20 سبتمبر 2010	Natixis	Dexia
20 سبتمبر 2010	Publicis	Lagardère
21 سبتمبر 2009	Technip	Air France-KLM
18 جوان 2007	Air France-KLM	AGF
18 جوان 2007	Unibail-Rodamco	Thomson

المصدر : http://fr.Wikipedia.org/wiki/CAC40. consulté le07/01/2011.

نلاحظ من خلال الجدول أن مؤسسةAir France-KLM أدرجت في المؤشر سنة 2007 ولم يدم بقاؤها في المؤشر سوى سنتين، كما يمكن ملاحظة أن هذه المؤسسات التي أُخرجت من المؤشر هي مؤسسات وزنها في المؤشر ضعيف كما يوضحه الجدول رقم 3-5 فكلما قلّ وزن المؤسسة داخل المؤشر كلما استبدلت بمؤسسات اكبر وزنا.

بأخذ بعين الاعتبار التطورات الأخيرة الحاصلة في تركيبة المؤشر، يمكن التعرف على آخر تركيبة مستحدثة لمؤشر CAC40 وذلك حتى بداية 2011، كما يبينها الجدول التالي :

* لمعرفة التطورات الحاصلة في مؤشر 40CAC يمكن النظر إلى الموقع التالي :
- http://www.bnains.org/archives/histocac/histocac.htm consulté le 31-12-2010.

الجدول رقم (3-4): قائمة إلى 40 قيمة لمؤشر CAC40 في 31-01-2011

رمز ISIN	رمز Sicovam	المؤسسة
FR0000120404	12040	**ACCOR**
FR0000120073	12007	**AIR LIQUIDE**
FR0000130007	13000	**ALCATEL**
FR0010220475	1022047	**Alstom**
LU0323134006	32313400	**ArcelorMittal**
FR0000120628	12062	**Axa**
FR0000131104	13110	**BNP**
FR0000120503	12050	**BOUYGUES**
FR0000120172	12017	**CARREFOUR**
FR0000045072	4507	**CREDIT AGRICOLE**
FR0000125338	12533	**Cap Gémini**
FR0000120644	12064	**DANONE**
NL0000235190	5730	**EADS**
FR0010242511	1024251	**EDF**
FR0000121667	12166	**Essilor International**
FR0000133308	13330	**France Télécom**
FR0010208488	1020848	**GDF Suez**
FR0000120321	12032	**L'Oréal**
FR0000121014	12101	**LVMH MOET HENESSY**
FR0000120537	12053	**Lafarge**
FR0000121261	12126	**Michelin B**
FR0000120685	12068	**Natixis**
FR0000120693	12069	**Pernod Ricard**
FR0000121501	12150	**Peugeot S.A.**
FR0000121485	12148	**Pinault-Printemps-Redoute**
FR0000130577	13057	**Publicis Groupe SA**
FR0000131906	13190	**Renault**
FR0000125007	12500	**SAINT-GOBAIN**
NL0000226223	12970	**STMicroelectronics**
FR0000120578	12057	**Sanofi Synthélabo**
FR0000121972	12197	**Schneider**
FR0000130809	13080	**Société Générale**
FR0010613471	1061347	**Suez Environnement**
FR0000131708	13170	**Technip**
FR0000120271	12027	**Total**
FR0000124711	12471	**Unibail-Rodamco**
FR0000120354	12035	**Vallourec**
FR0000124141	12414	**Veolia Environnement**
FR0000125486	12548	**Vinci**
FR0000127771	12777	**Vivendi Universal**

المصدر : Composition du cac40 à une date donnée,

www.bnains.org/archives/.../compocac.php.consultéle:11-01-2011

.

المبحث الثاني: الدراسة الاختبارية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40

لدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة نستخدم أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، للكشف عن مدى وجود تأثير، وقبل ذلك نرى أنه لا بد من تقديم عام لدراسة الحالة.

المطلب الأول: تقديم عاملدّ راسة الاختبارية

وفي هذا الإطار، سوف نحاول التذكير بمجتمع الدراسة ثم عينة الدراسة... كما يلي:

أولا: مجتمع الدراسة

يشمل مجتمع الدراسة المؤسسات المسعرة في بورصة باريس للأوراق المالية، والتي تعتبر من بين أهم الأسواق المالية الأوروبية من حيث الرسملة البورصية، وحجم التداول، وعدد المؤسسات، ووجود التنظيم، والاستعمال المكثف لوسائل الاتصال الحديثة...

ثانيا: عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في أربعين 40 مؤسسة المنتمية لمؤشر CAC40، وهو المؤشر الأساسي لبورصة باريس، والذي يعكس أداء السوق الإجمالي، حيث تنتمي هذه المؤسسات لمختلف قطاعات الاقتصاد الفرنسي، وقد تم الاعتماد في الدراسة على 33 مؤسسة فقط من بين أر بعين مؤسسة، وذلك بإلغاء المؤسسات التي تنتمي للقطاع المالي وهي ست مؤسسات تتمثل في : مؤسسة AXA، Dexia ، BNP Paribas ، Crédit Agricoles SA، Société Général، Unibail-Rodamco، بالإضافة إلى إلغاء مؤسسة Techinip كونها دخلت المؤشر في سنة 2009 وبالتالي لا تعكس تطور المؤشر خلال فترة الدراسة. والجدول التالي يبين مؤسسات مؤشر CAC40 في 7 سبتمبر 2009 والتي تم الاعتماد عليها في دراسة الحالة - مع الأخذ بعين الاعتبار المؤسسات التي تم حذفها- و الذي يبين مختلف مجالات القطاعات التي تنتمي اليها مؤسسات المؤشر CAC40 ووزنها في المؤشر.

الجدول رقم **(3-5):** تركيبة مؤشر CAC40 في 2009

المؤسسة	مجال القطاع	وزنها المؤشري
Total	الطاقة والسلع الأولية	**15.94**
Sanofi Synthélabo	مستحضرات التجميل الكيميائية الصيدلية	**9.36**
GDF Suez	الطاقة والسلع الأولية	**7.52**
France Télécom	الاتصالات السلكية واللاسلكية	**7.07**
Vivendi Universal	الاتصال الإعلامي المتعدد	**4.46**
Axa	التامين	**3.88**
BNP	البنك	**3.82**
DANONE	الصناعات الزراعية	**3.59**
Société Générale	البنك	**3.2**
CARREFOUR	التوزيع العام	**3.18**
AIR LIQUIDE	الطاقة والسلع الأولية	**2.88**
L'Oréal	ستحضر ات التجميل الكيميائية الصيدلية	**2.68**
EDF	الطاقة والسلع الأولية	**2.59**
ArcelorMittal	تصنيع معادن	**2.58**
Vinci	هندسة بناء	**2.5**
LVMH MOET HENESSY	تكتل Conglomérat	**2.15**
Schneider	كهرباء الكترونيات	**1.85**
Pernod Ricard	الصناعات الزراعية	**1.68**
CREDIT AGRICOLE	البنك	**1.61**
SAINT-GOBAIN	مواد بناء	**1.56**
Unibail-Rodamco	امتلاك وإدارة الأصول العقارية SIIC	**1.49**
BOUYGUES	تكتل Conglomérat	1.36
Alstom	السلع الرأسمالية الأخرى	**1.28**
Essilor International	اللوازم المنزلية	**1.2**
Veolia Environnement	البيئة وخدمة المجتمع	**1.18**
Lafarge	مواد بناء	**0.96**
ACCOR	خدمة الفندقة السياحية	**0.95**
EADS	الأسلحة الجوية Aéronautique Espace Armement	**0.9**
Michelin B	معدات السيارات	**0.76**
Vallourec	تصنيع المعادن	**0.72**
Cap Gémini	خدمات تكنولوجيا المعلومات	**0.67**
Suez Environnement	البيئة وخدمة المجتمع	**0.66**
Lagardère SCA	الاتصال الإعلامي المتعدد	**0.61**
ALCATEL	الاتصالات السلكية واللاسلكية	**0.55**
		…/…

.../...		
Renault	السيارات	0.54
Pinault-Printemps-Redoute	التوزيع العام	0.54
STMicroelectronics	كهرباء الكترونيات	0.46
Peugeot S.A.	السيارات	0.4
Technip	الطاقة	0.36
Dexia	البنك	0.34

المصدر : http://fr.Wikipedia.org/wiki/CAC40. consulté le07/01/2011.

يمكن ملاحظة من خلال الجدول أعلاه أن مؤسسات مؤشر CAC40 تنقسم الى القطاعات الرئيسية التالية :

- قطاع السلع والخدمات الاستهلاكية : Accor• Carrefour• Groupe Danone• L'Oréal• PPR •Pernod-Ricard• LVMH• Sanofi-Aventis
- القطاع المالي : Société •Dexia• Crédit Agricole SA •BNP-Paribas• AXA• Générale• Unibail-Rodamco
- قطاع التكنولوجيا والاتصالات : Cap •France Telecom• Lagardère• Vivendi• Gemini• Alcatel-Lucent• ST Microelectronics
- قطاع الطاقة والسلع الأولية والخدمات الجماعية collectivités : GDF-SUEZ• EDF• Suez Environnement• Technip• Total• Veolia Environnement
- قطاع الصناعة و BTP : Bouygues• Arcelor-Mittal• Alstom• Air-Liquide• EADS• Essilor International• Lafarge• Michelin• Peugeot• Renault• Saint Gobain• Schneider Electric• Vallourec• Vinci[1]

ثالثا: فترة الدراسة

تغطي الدراسة التطبيقية لهذا البحث فترة زمنية قدرها ثلاث سنوات ابتداءاً من 2007 إلى غاية 2009، وذلك من أجل القيام بالتحليل الإحصائي لبيانات المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المحددة لهذا البحث.

[1] ricol lasteyrie Expert et conseil financier, Profil financier du CAC40 , Présentation du 28 juin 2010, www.ricol-lasteyrie/fr/.../presentation%20profil%20cac%2040%202010.pdf.P7.

رابعاً : مصادر البيانات

تم تجميع البيانات حول المؤسسات محل الدراسة، من المواقع الإلكترونية للسوق المالي الفرنسي وللمؤسسات، وكذلك التقارير السنوية التي تنشرها ricol lasteyrie Expert et conseil financier، والمعلومات المنشورة في المقالات الدورية لموقع www.vernimmen.net *، وهذا على اعتقاد أن المعلومات المنشورة في المواقع الرسمية على الانترنت تتمتع بمصداقية مقبولة.

خامسا: متغيرات الدراسة التطبيقية وكيفية قياسها

تشمل متغيرات الدراسة التطبيقية كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المؤثر ة في قيمة المؤسسة، وذلك على مستوى كل المؤسسات محل الدراسة و التي سيتم استخدامها في اختبار فروض البحث.

1- المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع للدراسة في قيمة المؤسسة، ومن أجل الحصول على أفضل تمثيل لهذا المتغير فقد اعتمدنا متوسط سعر السهم للمؤسسة خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى غاية 2010، وتعتبر القيمة السوقية للسهم المعيار الأساسي بالنسبة للمستثمر لتقييم الحالة المالية للمؤسسة ومدى إمكانية استمرارها ونموها، حيث يعتقد أنه يعكس قيمة المؤسسة.

2- المتغيرات المستقلة:

على ضوء تحليل الدراسة النظرية وهدف الدراسة، تم الاعتماد على ثلاث متغيرات أساسية تعكس سياسة توزيع الأرباح، والمتمثلة في:

أ- نصيب السهم من التوزيعات DPA:

ويعتبر هذا المتغير مقياسا أساسيا لسياسة توزيع الأرباح، ويتم حسابه بقسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم العادية، ومن المتوقع أن يكون هناك علاقة طردية بين العائد الموزع للسهم والقيمة السوقية له.

---

* تم الاعتماد على المراجع الآتية :

- Pascal Quiry et Yann Le Fur, la lettre vernimmen.net, N°63Mars 2008
- Pascal Quiry et Yann Le Fur, la lettre vernimmen.net, N°73Février 2009
- Pascal Quiry et Yann Le Fur, la lettre vernimmen.net, N°84Février 2010

ب- ربحية السهم الواحدBPA:

ويمثل نصيب السهم العادي من الأرباح الصافية للمؤسسة، ويعتبر مؤشراً لمقدار الثرة النظرية التي سيحصل عليها المستثمر في المستقبل، فكلما زاد نصيب السهم من الربح كلما زاد سعر السهم في السوق.

ت- إعادة شراء الأسهم Rachat:

تتمثل في نسبة الأسهم المعاد شراؤها بالنسبة للرسملة البورصية. وقد تم الاعتماد على نسبة ما تم إعادة شراؤه من أسهم وليس القيمة، وذلك من أجل إعطاء مقارنة جيدة بين المؤسسات حول هذه السياسة.

3- الخطأ العشوائي :

ويرجع وجود حد الخطأ إلى عدة أسباب منها[1] :

- إهمال بعض المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على المتغير التابع في النموذج.
- الصياغة الرياضية غير السليمة للنموذج.
- حدوث خطأ في كل من تجميع البيانات وقياس المتغيرات المالية.

سادسا: الأسلوب والأدوات الإحصائية المعتمدة

تعتمد الدراسة على استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لإثبات مدى صحة فروض الدراسة، وذلك لاختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، ومن أجل ذلك تم الاستعانة بالبرنامج الإحصائي EVIEWS 4.

سابعا: فروض الدراسة

تسعى الدراسة الحالية إلى اختبار الفروض التالية:

H_1 : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية وسعر السهم.

H_2 : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم وسعر السهم.

H_3 : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إعادة شراء الأسهم وسعر السهم .

ثامنا: دراسة اتجاهات قيمة المؤسسة من خلال مؤشري PER و PBR

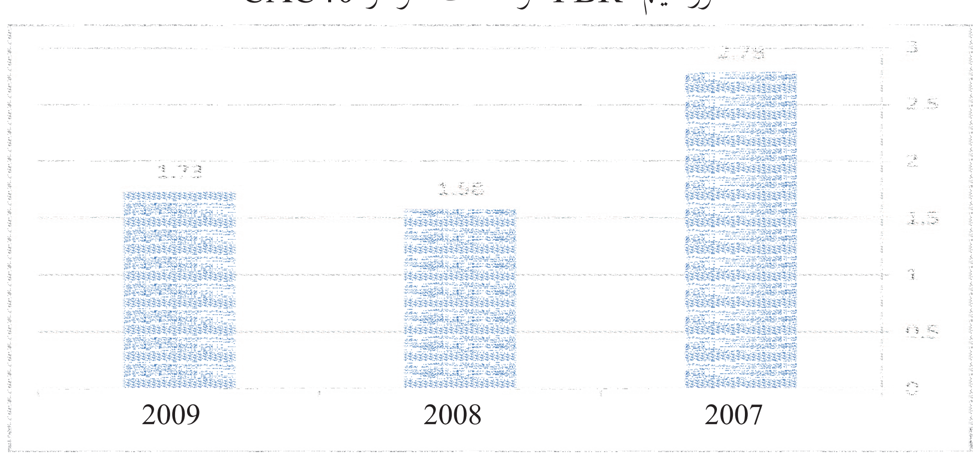
قبل اختبار فروض الدراسة السابقة، نقوم بدراسة اتجاهات قيمة المؤسسة من خلال مؤشري PER و PBR وذلك كما يلي :

[1] سعيد هتهات، دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، رسالة ماجستير ،غ منشورة، جامعة ورقلة، 2004-2005، ص 97.

1. دراسة اتجاهات قيمة المؤسسة من خلال مؤشر PBR :

تمثل هذه النسبة قيمة الرسملة البورصية الى الأموال الخاصة - كما سبق الاشارة اليها*-، وبالتالي فهي تعكس قيمة المؤسسة. ويمكن ملاحظة اتجاهات قيمة مؤسسات المؤشر CAC40 من خلال مؤشر PBR، انطلاقا من الشكل التالي :

تطور قيم PBR لمؤسسات المؤشر CAC40



المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق 2

يوضح الشكل أعلاه، متوسط قيم PBR لمؤسسات مؤشر CAC40 – والتي تمثل عينة الدراسة- خلال سنوات الدراسة 2007،2008،2009. حيث يمكن ملاحظة أن قيم PBR خلال هذه الفترة كانت أكبر من الواحد، وهو دليل على أن الرسملة البورصية لهذه المؤسسات أكبر من قيمة الأموال الخاصة لها، أي القيمة السوقية مرتفعة. كما نلاحظ أن أكبر قيمة ل PBR في سنة 2007، وهو ما يعكس انتعاش السوق خلال تلك الفترة، ويبين أن قيمة مؤسسات المؤشر كانت مرتفعة في تلك السنة، بينما انخفضت قيم المؤسسات في السنة التي تليها، حيث يمكن أن يرجع ذلك الى تداعيات الأزمة المالية، وفي سنة 2009 شهدت القيمة ارتفاع طفيف عما كانت عليه في سنة 2008.

2. دراسة اتجاهات قيمة المؤسسة من خلال مؤشر PER :

يمثل PER مضاعف السعر إلى العائد وهو مقلوب معدل المردودية، ويتم حسابه بقسمة الرسملة البورصية على النتيجة الصافية. ويستعمل لرسملة العوائد، بمعنى إيجاد قيمة أصل بدلالة عدد المرات الواجب تحققها من العوائد لتغطية قيمته[1]. كما يتم استعماله في تقييم المؤسسات، وبالتالي معرفة قيمة المؤسسة في السوق المالي. ويمكن ملاحظة اتجاهات قيمة مؤسسات المؤشر CAC40 من خلال مؤشر PER، انطلاقا من الشكل التالي :

---

* أنظر الصفحة 80 .

[1] هواري سويسي(2007-2008)، مرجع سبق ذكره، ص 180 .

الشكل رقم 3-4 : تطور قيم PER لمؤسسات المؤشر CAC40



المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق 3

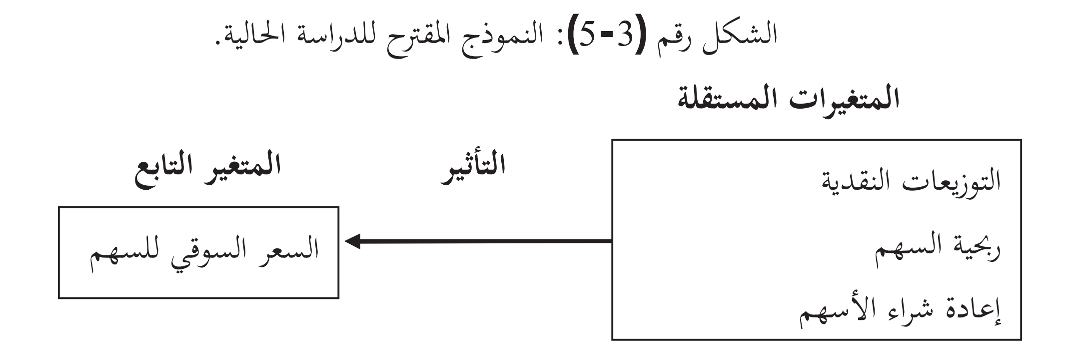
نلاحظ من الشكل أعلاه، أن قيم PER شهدت حالات ارتفاع وانخفاض خلال هذه الفترة، حيث في سنة 2008 كانت قيمة PER منخفضة مقارنة بسنة2007، ويمكن ارجاع السبب الى توقع ارتفاع الخطر بالتالي انخفاض سعر السهم، نتيجة تداعيات الازمة المالية، وهو ما يعكس انخفاض قيمة المؤسسة في تلك السنة. أما في سنة 2009 فقد شهد ارتفاع كبير (ويعود السبب الى قيمة PER لمؤسسة Arcelor-Mittal المقدرة ب558، أما خارج هذه القيمة فكان متوسط PER هو 21.89)، ويرجع هذا الارتفاع الى انخفاض الارباح وارتفاع الاسعار، بسبب حصول بعض الاطمئنان حول مستقبل الازمة، وبالتالي قيمة المؤسسة السوقية في هذه السنة شهدت ارتفاع.

مما سبق، نلاحظ أن قيمة مؤسسات المؤشر CAC40 شهدت ارتفاع سنة 2007، لكن بسبب الأزمة المالية فقد شهدت هذه القيمة انخفاض ملحوظ في السنة التي تليها نتيجة انخفاض الأسعار، أما في سنة 2009 فقد عرفت هذه القيمة ارتفاعا بسبب الاطمئنان حول مستقبل الازمة.

المطلب الثاني: تحليل نتائج الدراسة الاختبارية

انطلاقا من متغيرات الدراسة الحالية، يظهر نموذج الدراسة المقترح كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم **(3-5)**: النموذج المقترح للدراسة الحالية.



المصدر : من إعداد الطالب.

وفقا لنموذج الدراسة المقترح والذي يوضحه الشكل أعلاه، فإن نموذج دالة الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسية الحالية يبدو كما توضحه المعادلة التالية:

$$Prix_{i,t} = C_0 + C_1\ DPA_{i,t-1} + C_2\ BPA_{i,t-1} + C_3\ Rachat_{\ i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \textbf{(3-3)}$$

حيث أن:

$Prix_{i,t}$: القيمة السوقية للسهم i في الفترة t.

$DPA_{i,t-1}$: توزيعات السهم الواحد للمؤسسة i في الفترة t-1.

$BPA_{i,t-1}$ **:** ربحية السهم الواحد للمؤسسة i في الفترة t-1.

$Rachat_{\ i,t-1}$: إعادة شراء الأسهم للمؤسسة في الفترةt-1.

$\varepsilon_{i,t}$: حد الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار المتعدد.

وكما يبدو من نموذج الانحدار للدراسة الحالية، فقد استخدمنا فاصلا زمنياً مقداره فترة واحدة (سنة واحدة)، بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للدراسة، حيث تقاس توزيعات السهم الواحد وإعادة شراء الأسهم و ربحية السهم الواحد في الفترة السابقة عل فترة قياس التغيرات بالنسبة للقيمة السوقية للسهم.

يسعى الاقتصاد القياسي لتحقيق ثلاث أهداف ومناهج رئيسية تتمثل في [1]:

- بناء النماذج القياسية الاقتصادية في شكل قابل للاختبار الميداني، وتمثل هذه المرحلة مشكلة تصور الصياغة الرياضية في منهجية القياس الاقتصادي.

[1] سعيد هتهات، مرجع سبق ذكره، ص89.

- تقدير واختبار هذه النماذج مستعملين البيانات المتوفرة، وتمثل هذه العملية المرحلة الإحصائية في القياس الاقتصادي.
- استعمال النماذج المقدرة لغرض التنبؤ، التحليل الاقتصادي أو اتخاذ القرارات المناسبة.

وفي هذا الإطار تسعى دراستنا إلى الوصول إلى الهدف الأول والثاني فقط.

ومن أجل دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة نقوم بما يلي:

أولا: تحليل نتائج الارتباط

يوضح الجدول أدناه نتائج تحليل الارتباط لعينة الدراسة، والذي يتضمن المتغيرات المستقلة (DPA, BPA, Rachat) و قيمة المؤسسة (القيمة السوقية لأسهم مؤسسات العينة).

الجدو ل رقم (3-6) : نتائج تحليل الارتباط.

	Prix	DPA	BPA	Rachat
Prix	**1**	0.7092	0.20337	-0.0566
DPA	0.7092	**1**	0.4890	0.03626
BPA	0.2033	0.4890	**1**	0.1398
Rachat	-0.0566	0.03626	0.1398	**1**

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EVIEWS 4

كشفت نتائج مصفوفة معاملات الارتباط لبيانات المؤسسات الفرنسية في سوق باريس للأوراق المالية، عن وجود علاقة ارتباط قوية بين المتغير التابع – القيمة السوقية للسهم – والمتغير المستقل DPA (توزيعات السهم الواحد)، وبدرجة اقل نجد علاقة الارتباط مع المتغير المستقلBPA (ربحية السهم الواحد)، بينما تظهر النتائج وجود علاقة ضعيفة جدا وسالبة بين المتغير التابع و المتغير المستقل Rachat (إعادة شراء الأسهم)، حيث بلغت معاملات الارتباط حوالي71% ،20% ،5%- على التوالي.

كذلك كشفت نتائج تحليل الارتباط عن وجود علاقات بين بعض المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية، فقد أظهرت معاملات الارتباط عن وجود علاقة قوية بين نصيب السهم من التوزيعات DPA وربحية السهم، حيث بلغ معامل الارتباط بالتقريب 0.50، كذلك كشفت نتائج معاملات الارتباط عن وجود علاقة ارتباط لا بأس بها بين ربحية السهم وإعادة شراء الأسهم بمعامل ارتباط0.13، بينما أظهرت النتائج عن استقلالية المتغيرين

المفسرين توزيعات السهم الواحد DPA وإعادة شراء الأسهم Rachat، وذلك ما يوضحه معامل الارتباط حيث بلغ نسبة ضعيفة جداً **0.03.**

ثانيا: تحليل الانحدار المتعدد

يبين الجدول رقم (3-7) نتائج تحليل الانحدار المتعدد، من أجل تقدير معالم النموذج وتحديد القدرة التفسيرية للنموذج.

الجدول رقم (3-7) : نتائج تحليل الانحدار المتعدد.

Dépendent Variable: PRIX
Method: Least Squares
Sample: 1 33
Included observations: 33

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	30.62778	4.862043	6.299364	0.0000
DPA	16.56621	3.016935	5.491074	0.0000
BPA	-1.305071	1.071322	-1.218188	0.2330
RACHAT	-1.628033	3.441453	-0.473066	0.6397

R-squared	0.533631	Mean dependent var	44.37000
Adjusted R-squared	0.485386	S.D. dependent var	24.18175
S.E. of regression	17.34717	Akaike info criterion	8.657948
Sum squared resid	8726.806	Schwarz criterion	8.839343
Log likelihood	-138.8562	F-statistic	11.06083
Durbin-Watson stat	2.007692	Prob(F-statistic)	0.000052

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EVIEWS 4

يمكن ملاحظة أن المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية تفسر 53.36% من التغير في السعر السوقي للسهم (قيمة المؤسسة)، حيث بلغ معامل التحديد R-squared 53.36 %، ومعامل التحديد المعدل 48.53% Adjused R-Squared، أما بخصوص المعنوية الإحصائية للمعالم فيمكن قبول مقدرات نصيب السهم من التوزيعات DPA كأساس لمعالم المجتمع الإحصائي، وفي هذا الصدد فإن فرضيات النموذج هي كالتالي:

$H_0 : C_j = o$
$H_1 : C_j \neq 0/_{j} = 0.1.2.3.$

حيث:

j **:** مؤشر المتغيرات المستقلة.

C_j : مقدرات النموذج.

انطلاقا من الجدول، نجد قيمة t- statistic للمتغير المستقل DPA أكبر تماما من القيمة المجدولة للتوزيع الطبيعي (1.96) بنسبة دلالة 5%، وهذا ما نلاحظه من خلال نسبة الاحتمال Prob لنفس المتغير والتي تساوي 0.000 (في العمود الأخير)، فهي أقل من نسبة المعنوية 0.05 (5%)، إذن نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1، أي مقدرة نصيب السهم من التوزيعات تختلف معنويا عن الصفر. أما بالنسبة للمعنوية الإحصائية لمقدر ربحية السهم الواحد BPA وإعادة شراء الأسهم Rachat فليست لهما معنوية إحصائية، كون القيمة المطلقة لقيمة t-static أقل من القيمة المجدولة للتوزيع الطبيعي (1.96)، وبالتالي هذه المقدرات لا تختلف معنويا عن الصفر.

ثالثا : اختبار المعنوية الكلية

يمكن اختبار مدى قبول هذا النموذج إحصائيا، وذلك من خلال اختبار المعنوية الإحصائية الكلية له، من خلال مستوى الدلالة المرفقة بإحصائية فيشر في الجدول Prob(F-statistic)، والمقدرة ب0.000052 ، فهي أقل من نسبة المعنوية 0.05 (5%)، كما يمكن اختبار المعنوية الكلية عن طريق حساب إحصائية Fisher.

$$F_c = \frac{\frac{R^2}{K}}{\frac{(1-R^2)}{(n-K-1)}} \dots\dots\dots\dots (4-3)$$

حيث:

n : عدد المشاهدات.

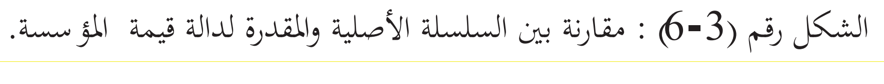
K: عدد المتغيرات المستقلة في النموذج.

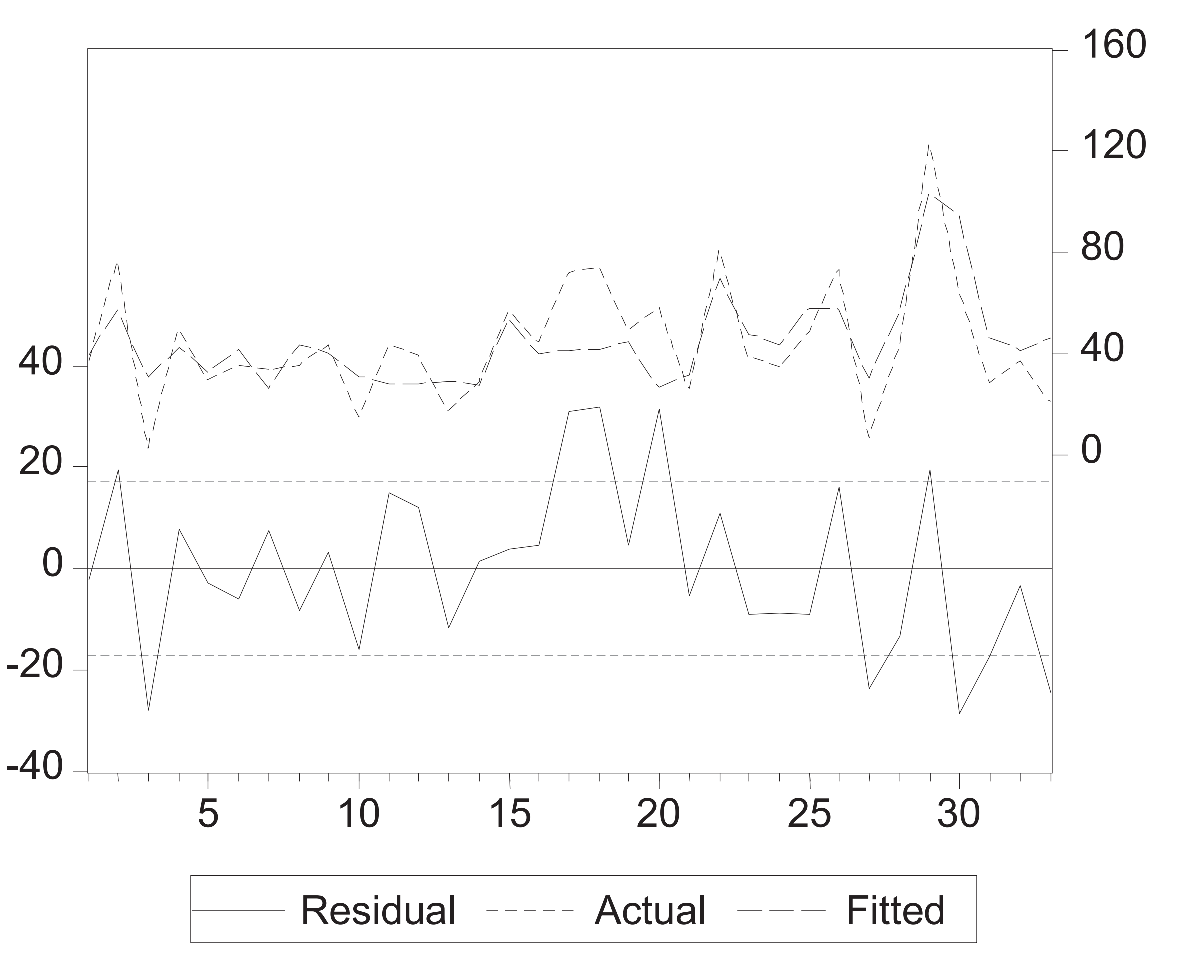
R^2: معامل التحديد.

F_c: إحصائية Fisher المحسوبة.

وتتم مقارنة قيمة F_c بقيمة Fisher المجدولة $(K, n\text{-}k\text{-}1,\alpha)$، أي $F_{(3\ ,29\ ,\ 0.05)}$، حيث نجد قيمة F_c أكبر تماما من القيمة المجدولة لتوزيع Fisher بدرجتي حرية 3 و 29 ونسبة معنوية α=5% والتي تساوي 2.93، ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

كما يمكن مقارنة السلسلة الأصلية مع السلسلة المقدرة لدالة قيمة المؤسسة، وهو ما يبينه الشكل التالي:


الشكل رقم (3-6) : مقارنة بين السلسلة الأصلية والمقدرة لدالة قيمة المؤ سسة.



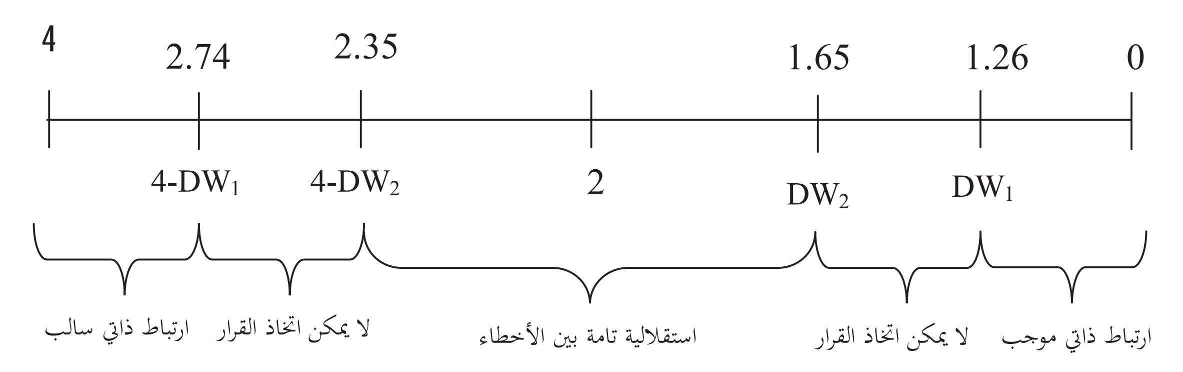
المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EVIEWS 4

من خلال الشكل أعلاه يمكننا ملاحظة شبه المطابقة بين منحني السلسلة الأصلية (Actual) ومنحى السلسلة المقدرة(Fitted)، وهذا من شأنه أن يعطينا فكرة عن مدى أهمية تعبير النموذج المقدر لدالة قيمة المؤسسة (سعر السهم).

رابعا: اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء

يمكن ملاحظة وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء من عدمه من خلال إحصائية درين واتسن Durbin-Watson stat والتي تساوي 2.007692، حيث نلاحظ عدم وجود ارتباط بين الأخطاء، فهذه الإحصائية موجودة في منطقة قبول الفرضية H_0 أي فرضية الاستقلالية، وهو ما يوضحه الشكل التالي :

الشكل رقم (3-7): مناطق القبول والرفض لاختبار Durbin- Watson



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على المرجع التالي : سعيد هتهات، مرجع سبق ذكره، ص **127.** وجدول Durbin-Watson

وعليه هناك دليل على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، حيث أن مقدر معامل الارتباط الذاتي يساوي0.0038 -.

$$\rho = 1 - \frac{DW}{2} = -0.0038 \ldots\ldots\ldots\ldots (4-3)$$

حيث :

ρ: مقدر معامل الارتباط.

DW: قيمة درين واتسن في الجدو ل رقم (3-7).

خامسا : اختبار تجانس تباين الأخطاء

نستعمل اختبار WHIT من أجل اختبار تجانس تباين الأخطاء، وذلك بالاعتماد على مضاعف lagranch، والذي يتوزع توزيع KHi.deux، حيث :

$$LM = n.R^2 \longrightarrow X^2(2K)$$

نقبل بتباين الأخطاء متجانس أو ثابت $LM \leq X^2_\alpha(2K)$

نقبل بتباين الأخطاء غير متجانس $LM \geq X^2_\alpha(2K)$

حيث :

LM : مضاعف lagranch

$X^2_\alpha(2K)$: الإحصائية المجدولة لتوزيع كاي تربيع بدرجة حرية 2K

K: عدد المتغيرات المستقلة

كشفت نتائج هذا الاختبار على ما يلي

الجدول رقم (3-8) : نتائج اختبار WHIT للانحدار المتعدد

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	1.168829	Probabilit	0.352879
Obs*R-squared	7.010216	Probabilit	0.319903

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Sample: 1 33
Included observations: 33

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	370.2487	101.7405	3.639149	0.0012
DPA	-95.98760	209.5595	-0.458045	0.6507
DPA^2	27.56549	81.62665	0.337702	0.7383
BPA	0.592633	60.84011	0.009741	0.9923
BPA^2	0.909844	8.923010	0.101966	0.9196
RACHAT	-206.8025	152.2196	-1.358580	0.1860
RACHAT^2	39.62263	52.99179	0.747713	0.4613

R-squared	0.212431	Mean dependent var	264.4487
Adjusted R-squared	0.030684	S.D. dependent var	321.2619
S.E. of regression	316.2947	Akaike info criterion	14.53706
Sum squared resid	2601100.	Schwarz criterion	14.85450
Log likelihood	-232.8614	F-statistic	1.168829
Durbin-Watson stat	1.574865	Prob(F-statistic)	0.352879

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EVIEWS 4

نلاحظ من خلال الجدول أن إحصائية lagranch والتي تساوي 7.010216 = Obs*R-squared أقل تماما من القيمة المجدولة لتوزيع x^2 بدرجة حرية **6** (**x^2 =12.592**) في حدود معنوية **5%**، وهذا دليل على تجانس تباين البواقي.

انطلاقا مما سبق، ونظرا لعدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء وثبات تجانس الأخطاء، فان هناك احتمال وجود مشكل تعدد خطي بين المتغيرات المستقلة، ومن أجل الكشف عن هذا المشكل نقوم بدراسة الانحدار بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع، وذلك بحذف في كل مرة إحدى المتغيرات المستقلة.

نبدأ بدراسة الانحدار بين كل من المغيرين نصيب السهم من التوزيعات و ربحية السهم و متغير سعر السهم، وذلك من أجل معرفة مدى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين المستقلين السابقين ومتغير إعادة شراء الأسهم، وقد قمنا بإقصاء متغير إعادة شراء الأسهم أولا، كون المتغير له اكبر معنوية إحصائية في نموذج الانحدار المتعدد، وأسفرت نتائج الانحدار بين المتغيرات على النتائج التالية:

الجدول رقم (3-9): علاقة ربحية السهم وتوزيعات السهم بسعر السهم

Dependent Variable: prix				
Method: Least Squares				
Sample: 1 33				
Included observations: 33				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	29.69768	4.388881	6.766573	0.0000
DPA	16.61933	2.975586	5.585230	0.0000
BPA	-1.376094	1.046938	-1.314399	0.1987
R-squared	0.530032	Mean dependent var		44.37000
Adjusted R-squared	0.498701	S.D. dependent var		24.18175
S.E. of regression	17.12128	Akaike info criterion		8.605030
Sum squared resid	8794.150	Schwarz criterion		8.741076
Log likelihood	-138.9830	F-statistic		16.91706
Durbin-Watson stat	2.034023	Prob(F-statistic)		0.000012

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EVIEWS 4

تشير نتائج تحليل الانحدار إلى أن متغير ربحية السهم ليست له معنوية إحصائية، وهذا بالرغم من إلغاء متغير إعادة شراء الأسهم، وبالتالي ليس هناك مشكل تعدد خطي بين متغير إعادة شراء الأسهم والمتغيرين المستقلينالسابقين، كما تشير النتائج إلى قبول النموذج من الناحية الإحصائية كون F_c والتي تساوي 16.91 أكبر تماما من القيمة المجدولة لتوزيع Fisher بدرجتي حرية 2 و32 ونسبة معنوية $\alpha = 5\%$ والتي تساوي 3.32، ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

أما بالنسبة لدراسة الانحدار بين كل من المغيرين نصيب السهم من التوزيعات وإعادة شراء الأسهم ومتغير سعر السهم، فقد أسفرت نتائج انحدار إعادة شراء الأسهم ونصيب السهم من التوزيعات كدالة في سعر السهم على النتائج التالية:

الجدول رقم (3-10): علاقة إعادة شراء الأسهم وتوزيعات السهم بسعر السهم

Dependent Variable: prix				
Method: Least Squares				
Sample: 1 33				
Included observations: 33				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	29.27413	4.771389	6.135348	0.0000
DPA	14.76866	2.652586	5.567644	0.0000
RACHAT	-2.215537	3.434869	-0.645014	0.5238
R-squared	0.509766	Mean dependent var		44.37000
Adjusted R-squared	0.477084	S.D. dependent var		24.18175
S.E. of regression	17.48654	Akaike info criterion		8.647248
Sum squared resid	9173.373	Schwarz criterion		8.783294
Log likelihood	-139.6796	F-statistic		15.59762
Durbin-Watson stat	2.116862	Prob(F-statistic)		0.000023

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EVIEWS 4

تبين نتائج تحليل الانحدار عن عدم وجود مشكلة التعدد الخطي بين ربحية السهم وكل من إعادة شراء الأسهم ونصيب السهم من التوزيعات، حيث أن مقدر إعادة شراء الأسهم ليست له معنوية إحصائية، وهذا بعد إلغاء متغير ربحية السهم. كما تشير النتائج إلى قبول النموذج من الناحية الإحصائية كون F_c والتي تساوي 15.59 أكبر تماما من القيمة المجدولة لتوزيع Fisher بدرجتي حرية 2 و32 ونسبة معنوية α = 5%، والتي تساوي 3.32، ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

مما سبق يمكن القول بأنه لا توجد مشكلة تعدد خطي بين المتغيرات المستقلة، وان كل من متغير ربحية السهم وإعادة شراء الأسهم ليست لهما علاقة خطية مع سعر السهم وبالتالي قيمة المؤسسة ولذلك تم استبعاد كل من متغير ربحية السهم ومتغير إعادة شراء الأسهم، وبالتالي تبقى العلاقة بين نصيب السهم من التوزيعات والقيمة السوقية للسهم، ولأجل ذلك نجري الانحدار بين متغير نصيب السهم من التوزيعات DPA والقيمة السوقية للسهم. والجدو ل التالي يبين نتائج انحدار القيمة السوقية للسهم كدالة في نصيب السهم من التوزيعات.

الجدول رقم (3-11): علاقة السعر بتوزيعات السهم

Dependent Variable: PRIX
Method: Least Squares
Date: 02/26/11 Time: 18:19
Sample: 1 33
Included observations: 33

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	27.88078	4.214117	6.616042	0.0000
DPA	14.70660	2.625755	5.600905	0.0000

R-squared	0.502967	Mean dependent var	44.37000
Adjusted R-squared	0.486934	S.D. dependent var	24.18175
S.E. of regression	17.32106	Akaike info criterion	8.600415
Sum squared resid	9300.590	Schwarz criterion	8.691112
Log likelihood	-139.9068	F-statistic	31.37013
Durbin-Watson stat	2.150606	Prob(F-statistic)	0.000004

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EVIEWS 4

تبين نتائج تحليل الانحدار أن متغير نصيب السهم من التوزيعات يفسر 50% من التغير في القيمة السوقية للسهم (قيمة المؤسسة)، كما أن متغير نصيب السهم من التوزيعات يختلف معنويا عن الصفر عند نسبة معنوية 5% **(α = 5%)**، بالإضافة إلى أنه للنموذج معنوية إحصائية كون F_c والتي تساوي 31 أكبر تماما من القيمة المجدولة لتوزيع Fisher بدرجتي حرية 1و 31 ونسبة معنوية α = 5 %، والتي تساوي 4.17، ومنه للنموذج معنوية إحصائية، كما أن هذا النموذج أفضل من نموذج الانحدار المتعدد، عند مقارنة النموذجين من حيث إحصائية Akaike و Shwarz ، حيث بلغت قيمتهما في النموذج الأخير 8.600415، 8.691112 على

الترتيب، وهي أقل من قيمتهما في نموذج الانحدار المتعدد والتي بلغت 8.657948، 8.839343 على الترتيب، وبالتالي النموذج في الجدول رقم (3-11) أفضل من حيث هذا المعيار.

يمكن ملاحظة عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء من خلال إحصائية درين واتسن Durbin-Watson stat، والتي تساوي 2.150606، حيث نلاحظ عدم وجود ارتباط بين الأخطاء، فهذه الإحصائية موجودة في منطقة قبول الفرضية H_0 أي فرضية الاستقلالية، أي بين DW_2 (1.51) و$4\text{-}DW_2$ (2.49). أما اختبار تجانس تباين الأخطاء،فقد كشفت نتائج هذا الاختبار على ما يلي:

الجدول رقم (3-12) : نتائج اختبار WHIT للانحدار البسيط

White Heteroskedasticity Test:			
F-statistic	10.68591	Probabilit	0.000313
Obs*R-squared	13.72873	Probabilit	0.001044

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Sample: 1 33
Included observations: 33

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	288.3408	89.09809	3.236217	0.0029
DPA	-206.4147	115.6880	-1.784236	0.0845
DPA^2	87.32573	26.36154	3.312619	0.0024

R-squared	0.416022	Mean dependent var	281.8360
Adjusted R-squared	0.377090	S.D. dependent var	378.8695
S.E. of regression	299.0213	Akaike info criterion	14.32541
Sum squared resid	2682413.	Schwarz criterion	14.46146
Log likelihood	-233.3693	F-statistic	10.68591
Durbin-Watson stat	1.621695	Prob(F-statistic)	0.000313

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EVIEWS 4

نلاحظ من خلال الجدول أن إحصائية **lagranch** والتي تساوي Obs*R-squared = 13.72873 أكبر تماما من القيمة المجدولة لتوزيع x^2 بدرجة حرية 2 (x^2 =5.991) في حدود معنوية **5**%، وهذا دليل على عدم تجانس تباين البواقي.

المطلب الثالث : تفسير النتائج

قامت الدراسة الحالية بدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، وقد أخذ متغير القيمة السوقية للسهم كمتغير يعكس ويفسر قيمة المؤسسة، أي يعكس كفاءة وأداء المؤسسة وقيمتها في السوق المالي، كما تم

أخذ قيم السعر السوقي للسهم خلال سنوات 2008- 2009- 2010 وذلك بأخذ المتوسط الحسابي، وهي فترة تتميز بحدوث الأزمة المالية الخاصة بالرهن العقاري حيث انتشرت هذه الأزمة خلال هذه السنوات وهو ما قد يؤثر على نتائج الدراسة.

بالنسبة لسياسة توزيع الأرباح، اعتمدنا على ثلاث متغيرات رئيسية – والتي تمثل المتغيرات المستقلة في الدراسة – وذلك لسنوات 2007-2008-2009، حيث تم أخذ متغير نصيب السهم من التوزيعات، باعتباره يعكس قيمة الأرباح التي توزعها المؤسسة وأهم متغير في سياسة توزيع الأرباح، أما المتغير الثاني لسياسة توزيع الأرباح، فكان متغير ربحية السهم الواحد، وهو يعكس القاعدة التي يتم من خلالها تحديد قيمة الأرباح الموزعة، أما المتغير الثالث والأخير، فقد تم اختيار متغير إعادة شراء الأسهم باعتبار أن هذه السياسة من بين أهم أنواع سياسات توزيع الأرباح، والتي شهدت تطورا كبيرا خلال السنوات الأخيرة.

يمكن تبرير اعتماد قيم متغيرات سياسة توزيع الأرباح لسنوات 2007-2008-2009، و أخذ فاصل زمني بفترة واحدة مقارنة بالقيمة السوقية للسهم، ذلك كون المعلومات المعلن عنها في سنة 2007 سوف تنعكس على القيم السوقية للأسهم في السنة التي تليها، ونفس الشيء بالنسبة للسنوات الأخرى، لذا تم اخذ هذا الفاصل الزمني من أجل إعطاء نتائج أكثر دقة وأكثر معنوية.

تم اختيار هذه الثلاث متغيرات لتعكس سياسة توز يع الأرباح، وذلك من أجل معرفة أيهما أكثر تأثيراً بين التوزيعات النقدية أو الاحتفاظ واحتجاز الأرباح، بالإضافة إلى معرفة الاختلاف في التأثيرات بين التوزيعات النقدية وإعادة شراء الأسهم، وذلك من أجل معرفة أيهما أكثر تأثيرا باعتبار العديد من المؤسسات تقوم باستبدال سياسة التوزيعات النقدية بسياسة إعادة شراء الأسهم.

توصلت نتائج الدراسة الاختبارية الحالية إلى النتائج الآتية:

- قبول الفرض الأول على مستوى المتغير المستقل الخاص بنصيب السهم من التوزيعات، الذي يقر بوجود علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين المتغير المستقل نصيب السهم من التوزيعات والمتغير التابع، حيث كشفت النتائج أن نصيب السهم من التوزيعات يفسر التغير في القيمة السوقية للسهم بنسبة 50% كذلك كشفت نتائج أفضل نموذج في تحليل الانحدار انه يمكن الاعتماد على متغير نصيب السهم من التوزيعات النقدية في تفسير المتغير التابع للدراسة الحالية.

- رفض الفرض الثاني على مستوى المتغير المستقل الخاص بربحية السهم، والذي يقر بوجود علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين المتغير المستقل ربحية السهم والمتغير التابع. بينما توصلت دراسة Brown et.at 1987 ودراسة Lev 1989، بان ربحية السهم لا تفسر بشكل عام أكثر من **10%** من التغير في عائد السهم، وهو ما توصلت له مغلب الدراسات[1].

- رفض الفرض الثالث على مستوى المتغير المستقل الخاص بإعادة شراء الأسهم، والذي يقر بوجود علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين المتغير المستقل إعادة شراء الأسهم والمتغير التابع.
- كشفت نتائج التحليل عن أن متغير نصيب السهم من التوزيعات هو المحدد للسعر السوقي للسهم (قيمة المؤسسة)، أكثر من متغير ربحية السهم وإعادة شراء الأسهم بالنسبة لسياسة توزيع الأرباح، وهو ما يؤكد على أهمية المعلومات المحاسبية المتعلقة بالتوزيعات النقدية، والتي تعتبر أهم معلومة تتعلق بسياسة توزيع لأرباح وتأثيرها في قيمة المؤسسة.

- كشفت نتائج تحليل الانحدار المتعدد على أن متغيرات سياسة توزيع الأرباح تفسر قيمة المؤسسة بنسبة 53%، وهذا على الرغم من عدم وجود دلالة إحصائية لمتغير ربحية السهم ومتغير إعادة شراء الأسهم، غير أن هذا لا يعني بالضرورة عدم وجود اثر لهذه المتغيرات على قيمة المؤسسة أو القيمة السوقية للسهم، وقد يرجع عدم وجود علاقة بين متغيري سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة بسبب الأزمة المالية وتأثيرها على أسعار الأسهم حيث الأسعار أكثر حساسية إلى الأزمة المالية ، بالتالي لا يمكن ملاحظة وجود تأثير من عدمه، وفي هذا الصدد نلاحظ انه بالرغم من وجود أزمة مالية إلا أن للتوزيعات النقدية تأثير ملحوظ على القيمة السوقية للسهم (قيمة المؤسسة)، وهو ما يؤكده أهمية هذه السياسة.

- يتأثر سعر السهم بتوزيعات الأرباح النقدية أما ربحية السهم فليست له علاقة بسعر السهم، ويمكن إرجاع ذلك إلى أن اهتمام المستثمر بنصيب السهم من التوزيعات يفوق اهتمامه بربحيته، كون المستثمرين يولون أهمية اكبر للسيولة، كما ان المستثمرين يتبعون سلوك المضاربة ويهتمون بالتدفقات النقدية اكثر من الثروة.

- نفسر النتائج المتوصل إليها حول التوزيعات النقدية وإعادة شراء الأسهم وعلاقتهما بسعر السهم، بأن موقف المساهمين لا يكون على جد السواء بين التوزيعات النقدية من جهة و التوزيعات في شكل أسهم من جهة أخرى، فعادة ما تؤدي التوزيعات النقدية إلى زيادة سعر السهم بشكل اكبر من سياسة إعادة شراء

[1] عبد الإله جميل وطن، محتوى المعلومات للتقارير المالية دراسة مقارنة بين سوق بغداد للأوراق المالية وعمان المالي، القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد8، العدد4، 2006، www.joq-adec.com/add/4%20-2006/almhwralaadarealawl/3T.pdf

الأسهم يضاف إلى ذلك أن المساهمين عادة ما يفتقدون لمعرفة كاملة بشان الإجراءات التي تتبعها المؤسسة في برامج إعادة شراء الأسهم، كذلك فان المساهمين لا يحوزون معلومات ملائمة بشان حاضر و مستقبل أنشطة المؤسسة، ليس هذا فحسب فعادة ما تعلن المؤسسة عن برامجها لإعادة شراء الأسهم قبل أن يشرع هؤلاء المستثمرين في التحوط إزاءذلك. و أخيرا عادة ما تعرض المؤسسة سعرا عاليا للسهم المعاد شراؤه، وهو ما يعني تعرض المساهمين الباقين الذين لا يعرضون أسهمهم للبيع للخسارة، خاصة بعد إتمام عملية إعادة شراء الأسهم، فعادة ما ينخفض سعر السهم عن السعر الذي كانت تعرضه المؤسسة لإعادة شراء بعض الأسهم.

- يمكن أن يرجع السبب في عدم وجود علاقة بين ربحية السهم وإعادة شراء الأسهم إلى أخطاء القياس، وأخطاء المعلومات المتحصل عليها، أو لان هناك متغيرات أخرى مهمة ولم تأخذبالاعتبار في النموذج، كما يمكن أن يرجع السبب في الفرق بين الشكل الحقيقي للعلاقة والشكل الرياضي الذي تبنيناه في الدراسة (علاقة خطية)، أو لأسباب أخرى.

- تتفق النتائج المتوصل إليها مع ما قدمه نموذج قوردن ولينتر، حيث المستثمرون الفرنسيون يفضلون التوزيعات النقدية الآن، بدلا من تأجيلها للحصول على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن نمو التوزيعات.

- بالنظر إلى ما تشير إليه نظرية العميل، فان النتائج المتوصل إليها في دراستنا تبين أن المستثمرين الفرنسيين هم من الفئة التي تفضل التوزيعات المرتفعة، ويمكن أن يرجع ذلك إلى تأثير الأزمةالمالية وأزمة السيولة، حيث المستثمرون يميلون إلى السيولة أكثر والتي تلبي حاجاتهم، وبالتالي اغلب المؤسسات تقوم بعمليات توزيع الأرباح.

- تتنافى النتائج المتحصل عليها حول إعادة شراء الأسهم وربحية السهم وعلاقتهما بسعر السهم، مع ما جاءت به النظرية المالية

المبحث الثالث : دراسة الحدث لسياسة توزيع الأرباح

المطلب الأول : الإطار النظري لدراسة الحدث

تهدف دراسة الحدث في هذه الدراسة إلى بيان أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح لمؤسسات عينة البحث على أسعار الأسهم في مؤشر CAC40، وبالتالي التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة من وجهة نظر نظرية الاشارة. ويقوم أسلوب دراسة الحدث على اختيار فترة معينة حول الحدث وقياس الفرق بين العائد الفعلي لعينة الأسهم المختارة في كل يوم من أيام هذه الفترة و بين العائد العادي، وهذا الفرق يطلق عليه العائد غير العادي، والذي يمثل رد فعل السوق اتجاه هذا الحدث. و نستخدم أسلوب دراسة الحدث في هذه الدراسة بهدف اختبار الفرض الأخير، والمتعلقة بأثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم. والخطوات المنهجية لتطبيق أسلوب دراسة الحدث خطوات معياريه، يمكن تطبيقها في مختلف الدراسات المتعلقة بأسواق المال، ويتم تطبيق أسلوب دراسة الحدث في هذه الدراسة بإتباع الخطوات التالية:

أولا : تحديد الحدث موضوع الدراسة

وهو الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية لمؤسسة مؤشر CAC40 لسنة 2009، وهذا الحدث يطلق عليه حدث نوعى Type of Event حيث يكون تاريخ الحدث لكل مؤسسة مختلف عن الأخرى* .

ثانيا : تحديد نافذة الحدث

ويطلق عليها فترة الحدث، وهى الفترة التي تدور حول الحدث قبله وبعده. ولا توجد فترة حدث مثالية ولكن هناك فترة حدث مناسبة. وفي هذا الصدد نشير إلى دراسة chan et al., 2002 والتي تناولت مقارنة بين نماذج دراسة الحدث للشركات الأجنبية المسجلة في بورصة الأوراق المالية الأمريكية، وقد قامت الدراسة بالمقارنة بين استخدام نوافذ كبيرة لفترة الحدث واستخدام النوافذ الصغيرة، واستخدمت الدراسة نافذة لفترة الحدث قصيرة نسبياً في إطار نموذج السوق المعدل واختبار الحساسية. وأوضحت الدراسة أن ميزة استخدام نوافذ الحدث القصيرة، أنها تعطى قياسات للعائد المتوقع أقل تحيزاً من القياسات في الأجل الطويل، مع إعطاء قناعة أكبر عن مدى تأثير الإعلان عن معلومات المبادئ المحاسبية الأمريكية أو الدولية على أسعار الأسهم. وقد انتهت الدراسة إلى أن جميع النماذج المستخدمة في قياس المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية، تعطى نتائج قوية في حالة استخدام توزيع أحداث منفصلة وعدم تجميع تواريخ الحدث. فهناك درجة عالية من الأخطاء عند تجميع تواريخ الحدث معاً، ووقوع أحداث متعددة في تاريخ واحد. وفترة الحدث المستخدمة في هذه الدراسة هي خمسة أيام قبل

* انظر الملحق رقم 4.

وبعد الإعلان عن التوزيعات النقدية، وهي ذاتها الفترة التي تم اختياره في دراسة كل من Imed Chkir و Fodil Adjaoud والتي تدور حول La Politique de Dividende des Entreprises Canadiennes : Coûts d'Agence ou Asymétrie d'Information?, Mai 2004، و دراسة عادل عبد الفتاح الميهي حول المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي 2004-2005. حيث الفترة قبل حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية هي لاختبار مدى تسريب المعلومات، و الفترة بعد الحدث من اجل اختبار مدى قدرة السوق على امتصاص المعلومات الجديدة بسرعة وبالكامل. أي أن إجمالي فترة الحدث في هذه الدراسة هي إحدى عشيوم ً ا
(t=-5,……,0,……..,+5) .

ثالثا : تقدير العائد العادي

وذلك باستخدام إحدى نماذج المحتوى الإعلامي، وتستخدم هذه الدراسة نموذج السوق في تقدير العائد العادي، والذي يأخذ الشكل التالي:

$$R_{it} = \alpha_i + B_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \text{ ....(6-3)}$$

مع t=-5,-4,-3,-2,-1,0,+1,+2,+3,+4,+5

حيث:

R_{it}: العائد العادي المتوقع للسهم i خلال الفترة t.

R_{mt}: عائد السوقm خلال الفترة t وقد تم استخدام المؤشر الرئيسي CAC40 .

(αi ; Bi) : معلمات نموذج السوق للسهم i.

ε_{it} : الخطأ العشوائي والذي تعبر قيمته عن تأثير المعلومات الخاصة بالمؤسسة.

رابعا : تحديد فترة التقدير

وهى فترة قبل فترة الحدث، يتم من خلالها تقدير معلمات نموذج السوق السابقة (Bi و αi) ، وحساب العائد العادي لكل يوم من أيام فترة الحدث. والفترة المناسبة لفترة التقدير هي الفترة التي تتراوح بين 60يوم ً ا و 600يوم ً ا في الدراسات التي اعتمدت على بيانات يومية، و قد اعتمدت هذه الدراسة على فترة تقدير قدرها 60 يوم قبل بداية فترة الحدث.

خامسا : قياس العائد غير العادي AR_{it}

وهو الفرق بين العائد الفعلي للسهم i خلال فترة الحدث وبين العائد العادي السابق حسابه من نموذج السوق. وهذا الفرق يعمل على تحييد عوامل السوق ككل، ومعرفة أثر المعلومات الخاصة بالمؤسسة فقط على أسعار الأسهم.

$$AR_{it} = R_{it} - \overline{R}_{it} \ldots\ldots\ldots (7-3)$$

سادسا : قياس متوسط العائد غير العادي (AR_t)

ويتم حساب هذا المتوسط لجميع المؤسسات محل الدراسة وعددها N، وفي كل يوم من أيام فترة الحدث، وتتمثل في دراستنا في 33مؤسسة، و يتم حساب متوسط العائد غير العادي عن طريق المعادلة التالية:

$$AR_t = \frac{1}{N}\sum_{t=1}^{N} AR_{it} \ldots\ldots\ldots (8-3)$$

يعكس هذا المتوسط تأثير حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على أسعار الأسهم، وتحييد العوامل الأخرى المرتبطة بالمؤسسة. وإذا كان متوسط العائد غير العادي (AR_t)مساوياً للصفر فهذا يعنى عدم وجود محتوى إعلامي للإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية. وإذا كانموجباً يعنى وجود تأثير إيجابي، بمعنى أن التوزيعات النقدية تحمل أخبار سارة Good News، والعكس لو كانسالباً، فهذا يعنى أن توزيعات الأرباح النقدية تحمل أخبار سيئة Bad News. ويتم اختبار العلاقة بين العائد غير العادي و توزيعات الأرباح وذلك خلال فترة الحدث باستعمال برنامج EVIEWS 4، وذلك من اجل اختبار معنوية تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم.

سابعا : قياس التأثير التراكمي للحدث(CAR_t)

وذلك بحساب المتوسط التراكمي للعائد غير العادي، لمعرفة تأثير حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على أسعار الأسهم خلال فترة الحدث. ويتم حساب المتوسط التراكمي للعائد غير العادي عن طريق المعادلة التالية:

$$CAR_t = \sum_{t=-5}^{t} AR_t \ldots\ldots\ldots (9-3)$$

يتضح من العرض السابق، أن المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح النقدية يتم معرفته إذا كانت قيمة متوسط العائد غير العادي (التغير في أسعار الأسهم) في يوم الإعلان عن هذه التقاريركبير ً ا ومعنويا، وإذا كان هذا المتوسط غير معنوي في الفترة ما قبل الإعلان أو الفترة بعد الإعلان[1].

المطلب الثاني: نتائج دراسة الحدث

من اجل معرفة أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على أسعار الأسهم للمؤسسات محل الدراسة. و بالتالي تفسير سياسة توزيع الأرباح النقدية من وجهة نظر نظرية الإشارة، تم تطبيق خطوات منهجية دراسة الحدث السابقة الذكر، وذلك للحصول على قيمة متوسط العائد غير العادي ومعنويته، وقيمة المتوسط التراكمي للعائد غير العادي، وذلك خلال فترة الحدث. ويوضح الجدول التالي نتائج دراسة الحدث.

الجدول رقم (3-13) : نتائج دراسة الحدث

فترة الحدث	متوسط العائد غير العادي	المتوسط التراكمي	المعنوية
5-	-0.06	-0.06	0.6030
4-	-0.56	-0.62	0.3536
3-	0.4	-0.22	0.9781
2-	0.43	0.21	0.8045
1-	-0.24	-0.03	0.5398
0	**-0.71**	**-0.74**	**0.0756**
1+	-0.09	-0.83	0.2338
2+	0.07	-0.76	0.9818
3+	0.05	-0.71	0.3758
4+	-0.37	-1.08	0.9694
5+	-0.02	-1.1	0.3199

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EVIEWS 4

[1] تم الاعتماد بشكل أساسي لإتمام هذا الجزء على المراجع الآتية :
-عادل عبد الفتاح الميهي، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي : دراسة اختبارية وحدثية.، ص ص: **38-39.**
-عبد الإله جميل وطن، محتوى المعلومات للتقارير المالية دراسة مقارنة بين سوق بغداد للأوراق المالية وعمان المالي، القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد**8**، العدد**4**، 2006،
www.joq-adec.com/add/4%20-2006/almhwralaadarealawl/3T.pdf

يلاحظ من الجدول السابق أن قيمة متوسط العائد غير العادي، وكذلك قيمة المتوسط التراكمي للعائد غير العادي خلال يوم الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية من اكبر القيم (بالقيمة المطلقة) خلال فترة الحدث. كما يلاحظ أن متوسط العائد غير العادي في يوم الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية يمثل اكبر القيم (بالقيمة المطلقة) حيث بلغ0.71-، غير أن هذه القيمة ليست معنوية حيث بلغت 0.0756 أكبر من قيمة ألفا(α 0.5%)، وهذا يعنى رفض الفرض الأخير من فروض البحث، و بالتالي عدم وجود علاقة بين الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية وأسعار الأسهم للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، أي في سوق باريس المالي .

يتضح من الجدول السابق أن قيمة متوسط العائد غير العادي قبل الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية متوسطة، حيث بلغت في اليوم السابق (t=-1)0.24-، وهي قيمة ليست لها معنوية إحصائية، حيث بلغت 0.5398 أكبر من قيمة ألفا **(α =5%)**، كما أن قيمة متوسط العائد غير العادي قبل الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية قبل يومين من الإعلان(t=-2) هي من اكبر القيم، حيث بلغت0.43، وهي قيمة ليست لها معنوية إحصائية حيث بلغت 0.8045 أكبر من قيمة ألفا **(α =5%).**

تشير نتائج الجدول السابق إلى ضعف حجم متوسط العائد غير العادي بعد الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية. حيث بلغ متوسط العائد غير العادي في اليوم التالي(t=1+) للإعلان عن التوزيعات النقدية 0.09- وبقيمة ليست معنوية قدرها 0.2338 أكبر من ألفا **(**5% = α**)**، كما أن قيمة متوسط العائد غير العادي في اليوم الثاني بعد الإعلان عن التوزيعات النقدية(t=2+)، يمثل قيمة صغيرة بالنسبة لقيم المتوسط بعد الإعلان، حيث بلغ 0.07 وبقيمة ليست معنوية قدرها 0.9818أكبر من ألفا **(**5% = α**)**.

وتشير النتائج السابقة في مجملها، إلى عدم وجود تأثير للإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على أسعار الأسهم في سوق باريس المالي- وهي ذاتها النتائج التي توصلت لها دراسة عادل عبد الفتاح الميهي حول المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي2004-2005 -. ويمكن أن يرجع السبب في عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي إلى الأزمة المالية التي مست جميع الأسواق المالية، وبالتالي عدم كفاءة سوق باريس المالي، حيث المستثمر الفرنسي يفقد ثقته في المعلومات المنشورة، بالتالي لا يتأثر بالمعلومات المعلن عنها.

كما يمكن إرجاع السبب إلى عدم كفاءة السوق، كون انه في سياق الأسواق الكفؤة، فإن قرار الإعلان عن توزيعات الأرباح هو متوقع من طرف المساهمين، وبالتالي فإن الأسعار المستقبلية لا تستجيب لتاريخ الإعلان، غير انه عندما تكون توزيعات الأرباح المعلن عنها أعلى (أقل) من التوزيعات المتوقعة، يعيد المستثمرون النظر في توقعاتهم وترتفع (تنخفض) الأسعار نتيجة لذلك كرد فعل وذلك يوم الإعلان فقط، أما قبل هذا اليوم وبعده فلا يوجد تأثير، وهو ما يتنافى مع النتائج المتوصل إليها.

يمكن أن يرجع السبب في عدم وجود تأثير للإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على أسعار الأسهم في هذه الدراسة إلى أخطاء القياس، أو أخطاء المعلومات المتحصل عليها، أو لأسباب أخرى.

خلاصة و استنتاجات :

حاولنا من خلال هذا الفصل الإجابة على الإشكاليتين الجزئيتين المتعلقتين بتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في مؤشر CAC 40، وهل هناك تأثير للمحتوى الإعلامي للتوزيعات النقدية على أسعار الأسهم السوقية وبالتالي قيمة المؤسسة، ويمكن أن نلخص النتائج و الملاحظات المتوصل إليها فيما يلي :

- كشفت نتائج اختبار الانحدار المتعدد عن عدم وجود تأثير لكل من سياسة الأرباح المحتجزة وسياسة إعادة شراء الأسهم وذلك عند مستوى معنوية 0.05، ويمكن أن يرجع عدم وجود علاقة بسبب تأثير الأزمة المالية على أسعار الأسهم، كما يمكن أن يرجع السبب إلى أخطاء القياس، وأخطاء المعلومات المتحصل عليها، أو لان هناك متغيرات أخرى مهمة ولم تأخذ بالاعتبار في النموذج، كما يمكن أن يرجع السبب في الفرق بين الشكل الحقيقي للعلاقة والشكل الرياضي الذي تبنيناه في الدراسة (علاقة خطية)، أو لأسباب أخرى.

- كشفت نتائج التحليل عن أن سياسة التوزيعات النقدية هي السياسة التي يهتم بها المستثمرون والمتعاملون في سوق باريس المالي، و أن التوزيعات النقدية هي المحدد لسعر السهم السوقي (قيمة المؤسسة)، أكثر من المتغيرات الأخرى لسياسة توزيع الأرباح، وهو ما يؤكد على أهمية المعلومات المتعلقة بالتوزيعات النقدية.

- بالنظر إلى ما تشير إليه نظرية العميل، فان النتائج المتوصل إليها في دراستنا تبين أن المستثمرين الفرنسيين هم من الفئة التي تفضل التوزيعات المرتفعة، ويمكن أن يرجع ذلك إلى تأثير الأزمة المالية وأزمة السيولة، حيث المستثمرون يميلون إلى السيولة أكثر والتي تلبي حاجاتهم، وبالتالي اغلب المؤسسات تقوم بعمليات توزيع الأرباح. كما أن المستثمرين الفرنسيين يفضلون التوزيعات النقدية الآن، بدلا من تأجيلها للحصول على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن نمو التوزيعات.

- نظرا لان التوزيعات النقدية هي أهم عنصر في سياسة توزيع الأرباح بالنسبة لسوق باريس المالي، فقد تم اختبار تأثير المحتوى الإعلامي لهذه التوزيعات على سعر السهم السوقي، وقد توصلت النتائج إلى عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي.

الفهرس الصفحة

قائمة الجداول

الفهرس | الصفحة

قائمة المحتويات — الصفحة

قائمة الملاحق :

أولا: إشكالية البحث

تهدف إدارة المؤسسة وهي تؤدي وظيفتها المنوطة بها إلى تحقيق الخطط والاستراتيجيات التي تتماشى ومصالح الأطراف الأساسية كالملاك، الإدارة، الدائنين، المجتمع...الخ، حيث يسعى كل طرف في المؤسسة إلى تحقيق أهدافه بالقدر الذي يعظم المنفعة الموجودة، ذلك أن إدارة المؤسسة بمثابة الجهاز العصبي أو القلب النابض الذي يجمع مختلف الأطراف باختلاف أهدافهم واستراتيجياتهم، وذلك من اجل تحقيق الهدف الإجمالي للمؤسسة[1].

يعتبر هدف تعظيم الربح الهدف التقليدي للإدارة المالية أو المؤسسة، لكن سرعان ما لاقى مفهوم الربح في النظر ية النيوكلاسيكية انتقادات واسعة، حيث أفرزت هذه الانتقادات الموجهة للربح كهدف تسعى إليه المؤسسة إلى ظهور تعظيم قيمة المؤسسة كبديل للهدف السابق.

يرتكز الفكر المالي الحديث على نظرية قيمة المؤسسة، فهو يشير في سياقها إلى أن هدف المؤسسة الاقتصادية المعاصر هو تعظيم قيمتها الاقتصادية. نظرا لما له من انعكاس وفائدة على جميع الأطراف المعنية بالمؤسسة (الملاك الحاليون والمتوقعون، الدائنون، العاملون، المجتمع...). لذلك تسعى إدارة المؤسسة إلى توجيه مجمل قراراتها سوآءا بشكل مباشر أو غير مباشر في خدمة هذا الهدف الاستراتيجي (تعظيم القيمة)، كونه هو الذي يعمل على الحفاظ على بقاء واستمرارية المؤسسة خاصة في ظل اقتصاد السوق المتميز بالانفتاح والمنافسة. فمن بين القرارات المتخذة على مستوى المؤسسة هناك قرارات إستراتيجية، لها الأثر البالغ على مستقبل واستمرارية المؤسسة وعلىقيمتها. ويندرج ضمن هذا النوع من القرارات، قرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح والتي كلها تصنف ضمن القرارات المالية[2].

ابتداءا من سنة 1958 بدأت النظرية المالية تدرس بشكل عام وبدقة علمية اكبر موضوع تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة، حيث بيّنت أن قرار الاستثمار له تأثير مباشر على قيمة المؤسسة، كما أضافت قرارات

[1] عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية- حالة بورصتي الجزائر وباريس-، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2006-2007، ص 25.

[2] هواري سويسي، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، غ منشورة، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص3.

التمويل وتأثيرها على قيمة المؤسسة، ثم أضافت قرارا ماليا آخر يتمثل في سياسة توزيع الأرباح، وعليه تحاول جل الدراسات المتعلقة بالقرارات ضمن النظرية المالية معرفة ما مدى تأثيرها على قيمة المؤسسة من عدمه، وقد كانت محل تيارات مؤيدة ومعارضة لها.

مما سبق، يتضح أن قرار توزيع الأرباح، من القرارات المالية الهامة التي تؤثر على قيمة المؤسسة، كما أن اتخاذ قرار بشان توزيع الأرباح يجب أن يأخذ بعين الاعتبار كل من القرارين السابقين. فسياسة توزيع الأرباح في المؤسسة- كقرار، ليس بالأمر الهين- فهي تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة، وعليه فان معالجة هذه السياسة يجب أن تتم في ضوء الهدف الذي تسعى اليه المؤسسة-تعظيم قيمتها-.

تقوم سياسة توزيع الأرباح بإعطاء إشارات لجمهور المستثمرين الحالين والمحتملين حول وضعية وأداء المؤسسة، والتي تندرج في إطار ما يعرف بنظرية الإشارة أو المحتوى الإعلامي، يضاف لها ما يترتب على قرار توزيع الأرباح من تأثير على الخطط الاستثمارية والتمويلية لتلك المؤسسة- كما سبق الإشارة لها- ليجعل من هذا القرار أو السياسة تحظى بأهمية بالغة، ليس عند مالكي المؤسسة ومسيرها فقط، بل يتعدى ذلك لجمهور المستثمرين والمحللين الماليين[3].

تعتبر بورصة باريس من أهم البورصات العالمية، ويعد مؤشر CAC40 المؤشر الرئيسي لهذه البورصة، حيث يعكس الأداء الإجمالي للسوق، ومختلف قطاعات البورصة. وتولي المؤسسات المدرجة في هذا المؤشر أهمية بالغة لسياسة توزيع الأرباح، حيث شهدت هذه السياسة نموا واهتماماكبيرا من طرف تلك المؤسسات، كما حظيت بعديد من الدراسات الفرنسية حولها.

على ضوء ما سبق، تتضح معالم الإشكال الرئيسي في السؤال التالي :

إلى أي مدى يمكن أن تؤثر سياسة توزيع الأرباح المتخذة من قبل المؤسسة المسعرة في السوق المالي على قيمتها ؟

[3] المرجع السابق، ص 208.

ويقودنا الإشكال المطروح إلى طرح التساؤلات الفرعية التالية :

- هل هناك تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في مؤشر CAC40 ؟
- أي متغير من متغيرات سياسة توزيع الأرباح له تفسير وتأثير أكثر على قيمة المؤسسة المدرجة في مؤشر CAC40 ؟
- هل هناك تأثير للمحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في مؤشر CAC40 ؟

ثانيا : فرضيات البحث

بهدف السيطرة على موضوع البحث والإجابة على اشكاليته، نحاول اختبار صحة الفرضيات التالية :

- يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في مؤشر CAC40.
- تعتبر سياسة التوزيعات النقدية أهم سياسات توزيع الأرباح تأثيرا على قيمة المؤسسة المدرجة في المؤشر CAC40.
- هناك تأثير للمحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في المؤشر CAC40.

ثالثا : مجال وحدود الدراسة

يحاول هذا البحث أن يقف على موضوع تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة بشكله الموسع وذلك بالتطرق إلى الموضوع من خلال:

- الدراسة الاختبارية : وذلك بدراسة تأثير متغيرات سياسة توزيع الأرباح كمتغيرات مستقلة على قيمة المؤسسة باعتبارها متغير تابع، وبالتالي معرفة تفسير سياسة توزيع الأرباح للتغير في قيمة المؤسسة، كأحد العوامل المؤثرة عليها؛
- دراسة الحدث : وذلك بدراسة تأثير المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وبالتالي معرفة مدى وجود رد فعل لسوق باريس المالي للإعلان عن توزيعات الأرباح، والمساهمة في شرح سياسة توزيع الأرباح عن طريق نظرية الإشارة، والى فهم أفضل لهذه السياسة وما مدى تأثيرها على القيمة.

لذا فالبحث، يحاول – كما اشرنا سابقا – تناول موضوع سياسة توزيع الأرباح بمفهومه الموسع ليساهم في فهم أكثر لسياسة توزيع الأرباح- باعتبارها قرار استراتيجي ويحمل في مضمونه مشكلة مزدوجة ومعقدة – وتأثيرها

على قيمة المؤسسة، وبالتالي إبراز أهمية هذه السياسة لصالح المؤسسة قصد اتخاذ القرارات التي تؤدي إلى رفع قيمتها.

من اجل القيام بهذه الدراسة، تم الاعتماد على متغيرات نصيب السهم من التوزيعات (DPA) وربحية السهم (BPA) ومتغير إعادة شراء الأسهم (Rachat) والذي يتمثل في نسبة إعادة شراء الأسهم بالنسبة للرسملة البورصية ومدى تأثيرها على قيمة المؤسسة (السعر السوقي للسهم).

وعليه تقع حدود الدراسة في ما يلي :

- تم اخذ عينة تتكون من 33 مؤسسة مدرجة في مؤشر CAC40، حيث تم إلغاء المؤسسات التي تنتمي للقطاع المالي وهي ست مؤسسات تتمثل في : مؤسسة AXA, BNP Paribas, Dexia، Unibail-Rodamco، Société Général , Crédit Agricoles SA، بالإضافة إلى إلغاء مؤسسة Techinip كونها دخلت المؤشر في سنة 2009 وبالتالي لا تعكس تطور المؤشر خلال فترة الدراسة.
- تتمثل حدود الدراسة الاختبارية في الفترة الممتدة من 2008/01/02 إلى غاية 2010/12/31 بالنسبة لسعر السهم، بينما تم اخذ المتغيرات المستقلة لسنوات 2007،2008،2009 و أخذ هذا الفاصل الزمني (فترة سنة كاملة) لكون المتغيرات المستقلة يتم الإعلان عنها في نهاية السنة بالتالي تؤثر في أسعار السنة القادمة.
- بالنسبة لدراسة الحدث فقد تم اخذ فترة الحدث الخاصة بالإعلان عن توزيع الأرباح النقدية لسنة 2009.
- تمثلت الحدود المكانية للدّراسة في سوق باريس المالي، وذلك بأخذ مؤشر CAC40 باعتباره المؤشر الرئيسي في السوق والذي يعكس أداء السوق الإجمالي ومختلف القطاعات في البورصة.

رابعا : مبررات اختيار الموضوع

إن اختيار موضوع البحث في مجال سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على قيمة المؤسسة كانت له مبرراته، والتي يمكن حصرها فيما يلي :

1. يرجع السبب في اختيار هذا الموضوع إلى كون قيمة المؤسسة وتعظيمها يعتبر الهدف الحديث للمؤسسة ويتعلق الأمر هنا بالمساهمة في معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، بالتالي العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة؛
2. تم اختيار هذا الموضوع للمساهمة في البحوث القائمة على سياسة توزيع الأرباح من خلال دراسة رد فعل سوق باريس للأوراق المالية للإعلان عن توزيعات الأرباح وذلك من خلال الدراسة الحدثية؛
3. تعتبر بورصة فرنسا من أهم خمس بورصات في العالم حيوية من حيث أهمية رسملتها البورصية، كما أن مؤشر CAC40 من أشهر واهم المؤشرات العالمية، بالإضافة إلى أن جزء من مؤسسات هذا المؤشر هي من أهم المؤسسات الأوروبية والمدرجة في المؤشرات الأوروبية مثل مؤشر Dow Jones Dow Jones euro stoxx50, Dow Jones euro stoxx, Dow Jones stoxx 50, stoxx.

خامسا : أهمية الدراسة

تتجلى أهمية البحث من خلال توجه العديد من الاهتمامات البحثية العلمية الحديثة إلى تناول موضوع قيمة المؤسسة، حيث يبرر هذا الاهتمام بكون القيمة الهدف الحديث للمؤسسة، الأمر الذي يستدعي تناول ودراسة هذا الموضوع، ومعرفة العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة من اجل العمل على تعظيمها.

تزداد أهمية الموضوع المطروح بكون سياسة توزيع الأرباح تعتبرقراراً مهما ويتعلق بكل من قرارات الاستثمار وقرارات التمويل وبالتالي فهذه السياسة تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة، كما تطرح مشكل تحديد سياسة توزيع الأرباح المثلى والتي تؤدي إلى رفع قيمة المؤسسة.

كما يمكن إدراك أهمية البحث من خلال مساهمته، إذ يمكن اعتباره محاولة للجمع بين أسلوبين للدراسة حيث يتناول الدراسة الاختبارية ودراسة الحدث.

سادسا : أهداف البحث

تهدف هذه الدراسة إلى جملة من الأهداف تتمثل فيما يلي :

- معرفة القدرة التفسيرية لسياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، ومن ثم على قيمة المؤسسة؛

- إبراز المتغير الأكثر تأثيرا من بين متغيرات سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، قصد اتخاذ القرار الناجح والفعّال في سوق باريس المالي؛
- محاولة اختبار وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم، وبالتالي قيمة المؤسسة المدرجة في مؤشر CAC40؛
- محاولة معرفة مدى أهمية متغيرات سياسة توزيع الأرباح للمستثمر الفرنسي من خلال الكشف عن أهم متغيرات سياسة توزيع الأرباح التي لها تأثير على أسعار وأحجام معاملات الأوراق المالية، مما يساهم في تطوير وتنمية مفهوم التعديل السريع لتوقعات المستثمرين، بالإضافة إلى أن دراسة المحتوى الإعلامي تحفز المستثمرين على البحث عن مصادر المعلومات المحاسبية المناسبة والتي يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم.

سابعا : المنهج والأدوات المستخدمة في البحث

اعتمدنا قصد دراسة الموضوع وتحليله وبلوغ أهدافه على المنهج الوصفي أثناء دراسة الموضوع في جانبه النظري، بالإضافة إلى منهج دراسة الحالة الذي يحمل في ثناياه الدراسة الاختبارية بالإضافة إلى دراسة الحدث.

كما تم الاعتماد على قاعدة من المعطيات، والتي شملت بعض المواقع الالكترونية لسوق باريس المالي، والمواقع الالكترونية للمؤسسات محل الدراسة، وبعض المواقع الأخرى ذات الصلة بالموضوع، بالإضافة إلى المقالات التي ينشرها موقع www.vernimmen.net والمنشورة من قبل ricol lasteyrie Expert et conseil financier، حيث تمت معالجة هذه المعطيات بالاعتماد على البرنامج الإحصائي EViews 4 لتقدير معلمات نموذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، وذلك من اجل الدراسة الاختبارية، أما دراسة الحدث فتم الاستعانة بنفس البر نامج الإحصائي لتقدير معلمات نموذج السوق في دراسة الحدث.

ثامنا : الدراسات السابقة

من بين الدراسات السابقة في الدراسة، وذلك في حدود علم الطالب، نذكر الدراسات التالية :

1- دراسة بن الضب على حول تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة : دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة

2006-2008، رسالة ماجستير، ورقلة، 2008-2009.وهدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير قرار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، حيث شملت الدراسة 60 مؤسسة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2006/01/01 إلى 2008/06/01 موزعة على أربعة قطاعات وهي القطاع العقاري والخدمي والغذائي والصناعي، وذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، وقد خلصت الدراسة إلى أن متغير الهيكل المالي ومتغير سياسة توزيع الأرباح نالا حصة الأسد في تفسير قيمة المؤسسة المدرجة بسوق الكويت ولهما تأثير ذو معنوية إحصائية عليها، وهذا بالإضافة إلى وجود متغيرات أخرى محاسبية وبورصية لها تأثير ذا معنوية إحصائية وهي حجم المؤسسة والمردوديات وحجم السيولة والمخاطر النظامية، غير أن هذه الدراسة شملت تأثير سياستين على قيمة المؤسسة في حين أن دراسة تأثير إحدى السياستان يعطي نتائج أكثر دقة وتفصيلا حول تأثير متغيرات تلك السياسة على قيمة المؤسسة.

2- دراسة جلال إبراهيم العبد حول مؤشرات الأداء المعتمدة على الأرباح ومؤشرات الأداء المعتمدة على التدفقات النقدية وعلاقاتها بالقيمة السوقية للأسهم بالتطبيق على الشركات الصناعية في أسواق المال الخليجية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية،العدد الأول، المجلد الرابع والأربعين، مطبعة كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مارس 2007. وكشفت نتائج التحليل عن أن متغيرات الأداء المعتمدة على الأرباح مازالت هي المتغيرات المدركة من قبل متخذي القرارات والمتعاملين في أسواق المال الخليجية والمحدد لسعر السهم السوقي للسهم أكثر من متغيرات الأداء المعتمدة على التدفقات النقدية، ويعاب على هذه الدراسة أنها لم تركز على سوق مالي واحد وذلك من اجل إعطاء نتائج أكثر دقة ومفيدة بالنسبة للسوق محل الدراسة، كما أن الدراسة لم تبين أهمية المتغيرات على حدا كمتغير توزيعات الأرباح كأحد متغيرات الأداء المعتمدة على الأرباح.

3- دراسة أيمن سيد محمد سرحان حول أثر المتغيرات المالية على القيمة السوقية لأسهم المنشأة بالتطبيق على قطاع الصناعات التحويلية، رسالة ماجستير ، جامعة عين شمس، **2003**. وهدفت هذه الدراسة إلى تحديد درجة تأثير المتغيرات المالية المختلفة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة المسعرة في البورصة المصرية، وما هي أكثر هذه المتغيرات تأثيرا على القيمة، وقد خلصت الدراسة إلى أن المتغيرات الأكثر تأثيرا تتمثل في الربحية ومعدل الفائدة، ولكن هذا التأثير ضئيل جدا، حيث يفسر **6%** من التغير في القيمة السوقية للسهم.

4- دراسة Imed Chkir و Fodil Adjaoud حول La Politique de Dividende des Entreprises Canadiennes : Coûts d’Agence ou Asymétrie d’Information?, Mai 2004 الهدف من هذه الدراسة هو المساهمة في البحوث القائمة على سياسة توزيع الأرباح، من خلال دراسة ميدانية على رد فعل السوق الكندية للإعلان عن توزيعات الأرباح من وجهة نظر كل من

نظرية الإشارة ونظرية الوكالة، وهدف هذه الدراسة هو إدخال اثر هيكل ملكية المؤسسات للمحتوى الإعلامي للتوزيعات، وتظهر النتائج أن الإعلان عن التوزيعات يؤدي إلى عوائد غير عادية كبيرة، وانه في حال الإعلان عن وجود ارتفاع في التوزيعات سوف تؤثر تأثير ايجابي، أما في حال الإعلان عن انخفاض في التوزيعات فسوف تؤثر تأثير سلبي، وبشكل أكثر مفصل أن العوائد غير العادية تظهر أكثر أهمية بالنسبة للمؤسسات الصغيرة حيث تتميز بنسبة مرتفعة لملكية المسيرين.

تعتبر هذه الدراسة من أهم الدراسات في هذا المجال من حيث تفسير النتائج من وجهة نظر نظرية الإشارة وكذلك من حيث إدخالها هيكل الملكية للمؤسسات. غير أن هذه الدراسة لم تهتم بالدراسة الاختبارية لسياسة توزيع الأرباح وتأثير تكاليف الوكالة ومدى تأثيرها على أسعار الأسهم وبالتالي قيمة المؤسسة.

5- دراسة حمدي زعرب و صباح شراب حول أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة الجامعة الإسلامية، سلسلة الدراسات الإنسانية، المجلد الخامس عشر، العدد الثاني، يونيه2007. هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، ولإنجاز ذلك قام الباحثان بإجراء دراسة تطبيقية على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، حيث اعتمدت منهجية الدراسة على جمع بيانات من خلال تقارير السوق، وغطت الدراسة الفترة ما بين1997-2005 وتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد والبسيط لاختبار فرضيات الدراسة، ولقد أسفرت الدراسة عن عدة نتائج كان أهمها : وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات التالية : نصيب السهم من الأرباح تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، نصيب السهم من الأرباح النقدية، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين سعر السهم، وأن نصيب السهم من الأرباح يؤثر على سعر السهم السوقي، وتأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كلٍ من سعر وقيم تداول السهم في السوق، ونصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له.

6- دراسة عادل عبد الفتاح الميهي حول المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي : دراسة اختبارية وحدثية. و الهدف الرئيسي للبحث هو دراسة المحتوى الاعلامى للمعلومات المحاسبية الواردة في التقارير المالية الأولية المنشورة للشركات السعودية في ضوء نظام السوق المالي السعودي الجديد، من خلال معرفة أهم المعلومات المحاسبية الأولية التي تهم المستثمر السعودي، وأثر الإعلان عن التقارير المالية الأولية على أسعار الأسهم. وقد جمعت الدراسة بين أسلوبين بحثيين مختلفين هما أسلوب الدراسة الاختبارية وأسلوب دراسة الحدث. وقد تم اختيار عينة من الشركات السعودية بلغت

39 شركة تقوم بإعداد ونشر تقارير مالية أولية، خلال الفترة من بداية الربع الرابع من عام2004 وحتى نهاية الربع الثالث من عام 2005. وتشير نتائج الدراسة الاختبارية إلى أن أهم المعلومات المحاسبية الأولية التي تهم المستثمر السعودي هي المعلومات المتعلقة بالربحية وبقائمة الدخل الأولية وبالأنشطة التشغيلية بينما أوضحت نتائج دراسة الحدث والمتعلقة بأثر الإعلان عن التقارير المالية الأولية على أسعار الأسهم بعدم وجود تأثير.

تاسعا : خطة العمل

للإلمام بالموضوع من كل جوانبه، ارتأينا أن نقسم خطة العمل إلى فصلين نتناول فيهما الجانب النظري و فصل ثالث خصص للجانب التطبيقي وذلك من اجل اختبار صحة الفرضيات على العينة محل الدراسة.

اهتم الفصل الأول بماهية سياسة توزيع الأرباح، وذلك من خلال التطرق في المبحث الأول إلى مفاهيم أساسية للربح، و سياسة توزيع الأرباح ، أما المبحث الثاني فتم التعرض فيه إلى العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباحو خصص المبحث الثالث للأنواع المختلفة لسياسة توزيع الارباح.

يدرس الفصل الثاني تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، حيث قسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث هو الآخر، تناول المبحث الأول الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة، أما المبحث الثاني فقد تم فيه عرض المقاربة النظرية لتأثير سياسة توزيعات الأر باح الموزعة على قيمة المؤسسة، ثم التطرق في المبحث الثالث إلى النماذج وآخر الأبحاث حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

أما الفصل الثالث المخصص للدراسة التطبيقية، فنسعى من خلاله إلى معرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المكونة للمؤشر CAC40، وذلك بتقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث، تعرضنا في الأول إلى مجتمع وعينة الدراسة والمتمثلة في المؤشر CAC40، أما المبحث الثاني فخصص للدراسة الاختبارية لمعرفة مدى وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح بجميع متغيراتها على قيمة المؤسسة، حيث تمثلت هذه المتغيرات في : نصيب السهم من التوزيعات وربحية السهم وإعادة شراء الأسهم، وأخيرا المبحث الثالث الذي تطرقنا فيه إلى دراسة

الحدث المتعلق بالإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية وذلك من اجل معرفة وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم من عدمه.

أولا : قائمة المراجع باللغة العربية

1- أحمد السيد البسيوني ومحمد السيد سرايا، المحاسبة المالية لشركات الأموال، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.

2- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية : تحليل و إدارة، ط 1، 2004.

3- أمجد رمضان الراوي، مفهوم مقسوم الأرباح و الاعتبارات و السياسات التي تحكم مقسوم الأرباح :
http://www.iraqiislamicb.com/bohoth.htm : consulté le 28-7-2010.

4- أمين السيد احمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقيم و مراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية،2005.

5- أيمن سيد محمد سرحان، أثر المتغيرات المالية على القيمة السوقية لأسهم المنشأة بالتطبيق على قطاع الصناعات التحويلية، رسالة ماجستير ، جامعة عين شمس، 2003.

6- تبر زغود ، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية : دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام و الخاص في الجزائر، رسالة ماجستير، غ منشورة، ورقلة، 2009.

7- جلال إبراهيم العبد، مؤشرات الأداء المعتمدة على الأرباح ومؤشرات الأداء المعتمدة على التدفقات النقدية وعلاقاتها بالقيمة السوقية للأسهم بالتطبيق على الشركات الصناعية في أسواق المال الخليجية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية،العدد الأول، المجلد الرابع والأربعين، مطبعة كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مارس 2007.

8- جمال بدير على الخولي، محددات الهيكل التمويلي للمنشات الصناعية بالقطاعين العام والخاص، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة عين شمس، غير منشورة، القاهرة، 1995.

9- حمدي زعرب و صباح شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية دراسة تطبيقية، مجلة الجامعة الإسلامية(سلسلة الدراسات الإنسانية)، المجلد الخامس عشر، العدد الثاني، يونيه2007، www.kantakji.com/Fiqh/Files/Accountancy/832.pdf .

10- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، عمان، 2004.

11- سعيد هتهات، دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، رسالة ماجستير ، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2004-2005.

12- طارق عبد العال حماد، موسوعة معايير المحاسبة : شرح معايير المحاسبة الدولية و المقارنة مع المعايير الأمريكية و البريطانية و العربية، ج 2 : عرض القوائم المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003-2004.

13- عادل عبد الفتاح الميهي، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي : دراسة اختبارية وحدثية، Stds/OleshahCenter/pdf.www.ksu.edu.sa/.../Female

14- عبد الإله جميل وطن، محتوى المعلومات للتقارير المالية دراسة مقارنة بين سوق بغداد للأوراق المالية وعمان المالي، القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد8، العدد4، 2006، www.joq-adec.com/add/4%20-2006/almhwralaadarealawl/3T.pdf.

15- عبد الرزاق الشحادة و عبد الناصر حميدان، قدرة معايير المحاسبة الدولية في سداد الفجوة الأخلاقية بين الإدارة و المساهمين في إدارة الأرباح من وجهة نظر الفئات ذات العلاقة بالبيئة المحاسبي :consulté le 9-5-2010 http://to22to.com./vb/t14332.html .

16- عبد الستار مصطفى الصياح وسعود جايد العامري، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل للنشر، ط2، 2006، الأردن .

17- عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قريا قص، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.

18- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية : أسهم سندات. وثائق الاستثمار. الخيارات، د ط، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

19- عبد الغني دادن ، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد04 ، جامعة ورقلة 2006.

20- عبد الغنى دادن ، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية- حالة بورصتي الجزائر وباريس-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006-2007.

21- عبد الوهاب دادن ، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي -الإسهامات النظرية، مجلة الباحث، العدد04 ، جامعة ورقلة 2006.

22- عبد الوهاب دادن ، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية : نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية، أطروحة دكتوراه ، غ منشورة، جامعة الجزائر، 2007-2008.

23- عدنان تايه النعيمي و سعدون مهدي الساقي و أسامة عزمي سلام و شقيري نوري موسى، الإدارة المالية : النظرية و التطبيق، ط2، دار المسيرة، عمان، 2008.

24- على بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة : دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2008-2006، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008-2009.

25- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، ط2، دار الحامد،عمان، 2010.

26- فتحي إبراهيم محمد احمد، الفصل التاسع : قرارات توزيع الأرباح : faculty.ksu.edu.sa/74146/publications/…/ .consulté le 21-1-2010.

27- كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية،2006.

28- محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاد الاستثمار وفي التمويل والتحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعية، الإسكندرية 2008 .

29- محمد البشير بن عمر، دراسة اثر المتغيرات المالية و الاقتصادية على أسعار الأسهم مع الإشارة حالة : بورصة، غ منشورة، رسالة ماجستير ، ورقلة، 2009.

30- محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة، غير منشورة، جامعة الجزائر،1998، 1999.

31- محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية : مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.

32- محمد علي العامري، الإدارة المالية،ط1، دار المناهج، عمان،2007 .

33- مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية،نقلا عن الموقع http: //www.edarta3mal.com /vb/showthread.php?t=593&page=1 consulté le 30-04-2010.

34- منير إبراهيم هندى، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ط2، منشاة المعارف، الإسكندرية، 2005.

35- مؤيد راضي خنفر وغسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية : مدخل نظري وتطبيقي، ط1، دار المسيرة، عمان، 2006.

36- هواري سويسي، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر،2007-2008.

37- هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد07، جامعة ورقلة، 2009-2010.

38- يوسف قريشي و الياس بن ساسي، التسيير المالي : دروس و تطبيقات، ط1، دار وائل، عمان، 2006.

ثانيا : قائمة المراجع باللغة الأجنبية :

39- Alain Burland et Annaik Guvvarch, DSCG2 Finance-Manuel, Arnaud thauvron, Foucher, 2007-2008.
40- Amiral Gestion, Lettre de décembre 2009, www.zonecours.hec.ca/.../H2011-1-2548262.2009-12-la-théorie-deficiente-des-marches.pdf.
41- Chapitre 17.les dividendes et la politique de dividende, www.cheneliere.info/cfiles/.../1248W-Chap17corrige.ppt
42- Composition du cac40 à une date donnée, www.bnains.org/archives/.../compocac.php.consultéle:11-01-2011, consulté le
43- dividend Policy Chapter 17, www.morevalue.com/i-reader/ftp/ch17.pdf.
44- François Benhmad, LA WVAR(WAVELET VALUE AT RISK) UNE ANALYSE TEMPS-FREQUENCE DE LA VAR DU CAC40, Thèse présentée pour l'obtention du grade de docteur, l'université Montpellier, 2010.
45- Gérard HIRIGOYEN et Jérôme CABY, HISTOIRE DE LA VALEUR EN FINANCE D'ENTREPRISE , cahiers de recherché de CREF, Université de Bordeaux4, in: http://cref.U-boreaux4.fr/cahiers/1998-01.htm. consulté le 02-11-2010.
http : //www.graphseo.net/la-politique-de-dividendes/ consulté le 6-8-2010.
46- http://bourse-traer-finance-fr/euronext. consulté le2011/01/07.
47- http://fr.finance.yahoo.com/indices;_ylt=AqA9Y5rK457pA1Fs2KpFEq.UbaJG;_ylu=X3oDMTB2aG44Nmk1BHBvcwMxBHNlYwN5ZmlTaWRlYmFyBHNsawNmcmFuY2U-?e=paris consulté le 10-01-2011.
48- http://fr.finance.yahoo.com/q/hp?s=^FCHI consulté le 10-01-2011.
49- http://fr.Wikipedia.org/wiki/bourse-de -paris. consulté le2011/01/07 .
50- http://fr.Wikipedia.org/wiki/CAC40. . consulté le2011/01/07.
51- http://www.banque-credit.org/pages/bourse-de paris.html consulté le 2011/01/28
52- http://www.bnains.org/archives/histocac/histocac.htm consulté le 31-12-2010.
53- http://www.club.du.CAC40.com/definition.htm. . consulté le 2011/01/28
54- Imed Chkir et Fodil Adjaoud, La Politique de Dividende des Entreprises Canadiennes : Coûts d'Agence ou Asymétrie d'Information?, 2004, www .u-cergy.fr /AFFI_2004/IMG/pdf/ADJAOUD.pdf.
55- Jacques Hamon, Le rachat d'actions : une politique de valorisation des actions ?, Cahier de recherche n° 9801, Novembre 1997.
56- la politique de dividendes, posted by julien on january 2,2010 :

57- la politique de dividendes, www.zonecours.hec.ca/.../H2008-1-1553626.lapolitiquededividendes.pdf.
58- Laurent BATSCH, La théorie de la valeur de l'entreprise, cahiers de recherché, Université de paris IX Dauphine.
59- le CAC40a 20ans, www.euronext.com/Fic/000/038/321/383210.pdf.
60- Le calcul de l'indice CAC40sur la base de la capitalisation flottante, www.euronext.com/Fic/000/010/913/109137.pdf.
61- les dividendes et la politique de dividende. www.chenliere.info/cfiles/...ch/.../coll.../1248w-chap.17corrige.ppt.
62- Mondher Bellalah, Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d'information, cahiers de recherche n°200009, université paris IX Dauphine.
63- Narjiss Boubakri et Imed Chkir et Yoser Gadhoum et Maher Kooli, la principes de la finance d'entreprise, gaétan morin.
64- Nyse Euronext, Règles de l’indice CAC 40, www.euronext.com/fic/000/042/715/427158.pdf.
65- Pascal Quiry et Yann Le Fur, La lettre vernimmen.net, N° 86 Avril 2010.
66- Pascal Quiry et Yann Le Fur, la lettre vernimmen.net, N°63Mars 2008.
67- Pascal Quiry et Yann Le Fur, la lettre vernimmen.net, N°73Février 2009
68- Pascal Quiry et Yann Le Fur, la lettre vernimmen.net, N°84Février 2010
69- Pascal Quiry et Yann Le Fur, la lettre vernimmen.net,N64 Avril2008.
70- Pascal Quiry et Yann Le Fur, la lettre vernimmen.net,N68 septembre 2008.
71- Pascal Quiry et Yann Le Fur, Les rachats d'actions, Article paru dans Les Echos du 28 octobre 2004
72- Pierre vernimmen, finance d'entreprise, 7eédition, Dalloz, paris, 2009.
73- Richard Brealey et Stewart Mers et Franklin Allen, Principes de gestion financière, 8e édition, Edition Française , paris.
74- ricol lasteyrie Expert et conseil financier, Profil financier du CAC40, Présentation du 28 juin 2010, www.ricol-lasteyrie/fr/.../presentation%20profil%20cac%2040%202010.pdf.
75- ricol lasteyrie Expert et conseil financier, Profil financier du CAC40, Présentation du 23 juin 2009 , www.ricol-lasteyrie/fr/.../presentation%20profil%20cac%2040%202009.pdf.
76- ricol lasteyrie Expert et conseil financier, Profil financier du CAC40, Présentation du 25 juin 2008 , www.ricol-lasteyrie/fr/.../presentation%20profil%20cac%2040%202008.pdf.
77- Samira Rifki et abdessadeq Sadeqi, «La structure financière de la firme a-t-elle une influence sur sa valeur ? », (2001), Problèmes Economiques, N°5728.

78- Sébastien Dereeper et Frédéric Romon, Rachats d'actions versus dividendes : effet de substitution sur le marché boursier français ?, http://leg.u-bourgogne.fr/rev/091186.pdf.
79- www.bnains.org/archives/**action**.php?codeISIN...,consulté le 31-12-2010.
80- ZVI Bodi et Robert Merton, finance, 2[e]édition, Pearson, France, 2007.

ملخص:

تهدف هده الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي، وذلك في ظل وجود قرارات مالية أخرى. وفي هدا الإطار، فقد تناول البحث الموضوع من محورين أساسيين: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح (التوزيعات النقدية،إعادة شراء الأسهم،ربحية السهم) على قيمة المؤسسة، عن طريقة الدراسة الاختبارية. إلى جانب دراسة تأثير المحتوى الإعلامي لهذه السياسة على القيمة، من خلال دراسة الحدث.

ومن أجل القيام بالدراسة، تم اختيار مؤسسات المؤشر **CAC40**، للفترة الممتدة من **2007** إلى غاية **2009**، وقد خلصت الدراسة إلى أن هناك تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة، بينما لا يوجد علاقة خطية بين كل من إعادة شراء الأسهم و ربحية السهم على القيمة. هذا بالإضافة إلى عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لهذه السياسة على قيمة مؤسسات مؤشر **CAC40.**

الكلمات المفتاح: قيمة المؤسسة، سياسة توزيع الأرباح، القرارات المالية، التوزيعات النقدية، إعادة شراء الأسهم، ربحية السهم، مؤشر**CAC40**، المحتوى الإعلامي.

Résumé :

Ce travail a pour but d’étudier l’impact de politique de dividende sur la valeur d’une entreprise côté en bourse, compte tenu d’autres décisions financières.

Dans ce cadre, nous avons abordé ce sujet selon deux axes principaux : d’abord, nous avons étudié l’effet de cette politique [les dividendes par action, le rachat des actions, le bénéfice par action] sur la valeur de l’entreprise à travers une étude empirique.

Ensuite, nous avons étudié l’effet du contenu informationnel sur cette valeur en utilisant l’étude d’événement.

Pour notre étude, on a choisi un échantillon contenant les entreprises qui composent l’indice CAC 40 sur la période de 2007 jusqu’à 2009.

Le résultat de cette étude a prouvé que la politique de dividende influence la valeur de l’entreprise, cependant il n’existe aucune relation linéaire entre le rachat des actions ainsi que le bénéfice par action et la valeur. Le résultat de l’étude du contenu informationnel de cette politique a montré qu’il n’existe aucun effet de ce dernier sur la valeur des entreprises qui composent l’indice CAC 40.

Mots clés : la valeur de l'entreprise, la politique de dividende, les décisions financières, les dividendes, rachats d'actions, bénéfice par action, indice CAC40, le contenu informationnel.

الخاتمة :

حاولنا من خلال هذا البحث-بقدر الإمكان-معالجة موضوع سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على قيمة المؤسسة كأحد المواضيع التي تبحث في العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة، حيث تمثلت الإشكالية المطروحة في : إلى أي مدى يمكن أن تؤثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة؟. لذلك، تطلب البحث معالجة هذه الإشكالية عبر ثلاث فصول باستخدام المنهج والأدوات المشار إليها آنفا، انطلاقا من الفرضيات المعتمدة، ولمعالجة هذه الإشكالية تم الاعتماد على ثلاث متغيرات رئيسية مستقلة تعكس سياسة توزيع الأرباح، وهي متغير التوزيعات النقدية ومتغير ربحية السهم الواحد ومتغير إعادة شراء الأسهم، ومن ثم دراسة تأثير هذه المتغيرات الأخيرة على قيمة المؤسسة التي تنعكس في أسعار أسهم مؤسسات العينة. حيث قيمة المؤسسة أصبحت إحدى اهتمامات وأولويات النظرية المالية المعاصرة. كما حاول هذا البحث معالجة إشكالية الموضوع من خلال دراسة رد فعل أسعار الأسهم للإعلان عن توزيعات الأرباح، وبالتالي قيمة المؤسسة المسعرة في بورصة باريس من خلال المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40. وعلى هذا الأساس جاء هذا البحث ليسلط الضوء على أهمية قرار توزيع الأرباح بالنسبة لمسيري المؤسسة، باعتباره قرارا استراتيجي له تأثيره على قيمة المؤسسة، ويحمل في طياته إشارة للأرباح المستقبلية للمؤسسة. وهكذا تمكنا من الوصول إلى عدة نتائج نوجزها في هذه الخاتمة إلى نتائج البحث واختبار فرضياته، التوصيات وآفاق البحث.

أولا : نتائج البحث واختبار فرضياته

توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج النظرية والتطبيقية، والتي مكّنتنا من قبول أو رفض كل فرضية تم وضعها في مستهل البحث، وفيما يلي تلخيص لهذه النتائج :

1. النتائج النظرية :

أ- تتمثل سياسة التوزيع في قرار المؤسسة بشان المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين و بين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها، و عادة ما يتم تحديد سياسة توزيع الأرباح بعد النظر إلى الاحتياجات النقدية المستقبلية للمؤسسة، خاصة إذا كانت لتمويل فرص استثمارية تمكن المؤسسة من زيادة معدلات النمو في أرباحها المستقبلية، إلا أن ذلك قد يعني تقلب مستمر في مستويات توزيع الأرباح عن تلك التي تمت في السنوات السابقة، لما لذلك من آثار سلبية على سعر السهم، كون المستثمر لا يهتم بنسبة الأرباح الموزعة حاليا وإنما لمعدل التغير و الذي من الأفضل أن يكون المعدل يميل للاستقرار، وبذلك فاتخاذ

قرار بزيادة الأرباح الموزعة لابد أن يتم بعد التأكد من قدرة المؤسسة على الاستمرار في توزيع هذا المستوى الجديد من الأرباح على المساهمين؛

ب- انطلاقا من ظهور النظرية المالية الحديثة بإدخالها حالة عدم التأكد في الدراسات والنماذج المستعملة، ومع الثورة الجديدة في مالية المؤسسة، من خلال المعالجة الجديدة والمبتكرة للقرارات المالية الكبرى من جهة، ومع محدودية وكثرة الانتقادات الموجهة للربح كهدف للمؤسسة من جهة أخرى، اتخذت النظرية المالية الحديثة مفهوم تعظيم قيمة المؤ سسة (تعظيم ثروة المساهمين) كهدف للمؤسسة، وفي سبيل ذلك يهدف جل المسيرين إلى تعظيم قيمة المؤسسة كما هو حال تعظيم قيمة الأصول المستثمرة من قبل المساهمين، لهذا السبب ترتكز معظم المؤسسات العالمية الحديثة، على مفهوم القيمة باعتبارها جوهرا فعّ لاً في تشكيل الثروة،و أن أغلب القرارات المالية سوآءا الداخلية أو الخارجية منها، تبنى على أساس قيمة المؤسسة؛

ت- بالنسبة للعلاقة بين قيمة المؤسسة وسياسة توزيع الأرباح، فمنذ نشؤ أبحاث رواد المالية المعاصرة " مودجلياني وميلر " ظهرت عدة نظريات تحاول دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، مما سبّ ب في قيام جدل كبير حول ما إذا كان هناك تأثير لسياسة توزيع الأرباح من عدمه، وما هي النسبة المثلى لتوزيع الأرباح بالأخذ بعين الاعتبار قيمة الأرباح المحتجزة لإعادة استثمارها واستخدامها كمصدر تمويل ذاتي وبالتالي مصدر من مصادر التمويل، ولم تستطع أي نظرية أن تحوز الإجماع على تفسير كل جوانب المسالة سوآءا على المستوى النظري أو المستوى العلمي من خلال نتائج الدراسات التطبيقية. كما أدى تعدد سياسات توزيع الأرباح إلى البحث في أي السياسات أكثر تأثيرا على قيمة المؤسسة، خاصة فيما يخص الجدل القائم بين سياسة التوزيعات النقدية وسياسة إعادة شراء الأسهم، هذه الأخيرة التي شهدت تطورا كبيرا مما أدى إلى ظهور دراسات أكاديمية وأبحاث ميدانية أكثر في هذا المجال.

2. النتائج التطبيقية :

أ- على مستوى المتغير المستقل الخاص بنصيب السهم من التوزيعات، فقد كشفت النتائج عن وجود علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين المتغير المستقل نصيب السهم من التوزيعات والمتغير التابع، حيث أن نصيب السهم من التوزيعات يفسر التغير في القيمة السوقية للسهم بنسبة **50%**، كذلك كشفت نتائج أفضل نموذج في تحليل الانحدار أنه يمكن الاعتماد على متغير نصيب السهم من التوزيعات النقدية في تفسير المتغير التابع للدراسة الحالية؛

ب- كشفت نتائج الدراسة، عن عدم وجود تأثير لكل من سياسة الأرباح المحتجزة وسياسة إعادة شراء الأسهم وذلك عند مستوى معنوية**0.05**، ويمكن أن يرجع عدم وجود علاقة بسبب تأثير الأزمة المالية على أسعار الأسهم، كما يمكن أن يرجع السبب إلى أخطاء القياس، وأخطاء المعلومات المتحصل عليها، أو لان هناك متغيرات أخرى مهمة ولم تأخذ بالاعتبار في النموذج، كما يمكن أن يرجع السبب في الفرق بين الشكل الحقيقي للعلاقة والشكل الرياضي الذي تبنيناه في الدراسة (علاقة خطية)، أو لأسباب أخرى؛

ت- انطلاقا من النتيجتين السابقتين، تم قبول الفرض الأول على مستوى الدراسة، حيث هناك -على الأقل- تأثير لإحدى سياسات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة؛

ث- تتنافى النتائج المتحصل عليها حول إعادة شراء الأسهم وربحية السهم وعلاقتهما بسعر السهم، مع ما جاءت به النظرية المالية. غير انه يمكن إرجاع السبب في عدم وجود علاقة خطية بين سياسة إعادة شراء الأسهم وقيمة المؤسسة، أن هذه السياسة تعطي إشارة اقل حول النتائج المستقبلية مقارنة بالتوزيعات النقدية، وبالتالي من المفترض أن تكون العلاقة بدرجة اقل بين إعادة شراء الأسهم والأسعار؛

ج- يتأثر سعر السهم بتوزيعات الأرباح النقدية أما ربحية السهم فليست له علاقة بسعر السهم، ويمكن إرجاع ذلك إلى أن اهتمام المستثمر بنصيب السهم من التوزيعات يفوق اهتمامه بربحيته، كون المستثمرين يولون أهمية اكبر للسيولة؛

ح- تم تفسير النتائج المتوصل إليها حول التوزيعات النقدية وإعادة شراء الأسهم وعلاقتهما بسعر السهم، بأن موقف المساهمين لا يكون على حد السواء بين التوزيعات النقدية من جهة والتوزيعات في شكل أسهم من جهة أخرى، فعادة ما تؤدي التوزيعات النقدية إلى زيادة سعر السهم بشكل اكبر من سياسة إعادة شراء الأسهم يضاف إلى ذلك أن المساهمين عادة ما يفتقدون لمعرفة كاملة بشان الإجراءات التي تتبعها المؤسسة في برامج إعادة شراء الأسهم، كذلك فان المساهمين لا يحوزون معلومات ملائمة بشان حاضر ومستقبل أنشطة المؤسسة، ليس هذا فحسب فعادة ما تعلن المؤسسة عن برامجها لإعادة شراء الأسهم قبل أن يشرع هؤلاء المستثمرين في التحوط إزاء ذلك. وأخيرا عادة ما تعرض المؤسسة سعرا عاليا للسهم المعاد شراؤه، وهو ما يعني تعرض المساهمين الباقين الذين لا يعرضون أسهمهم للبيع للخسارة، خاصة بعد إتمام

عملية إعادة شراء الأسهم، فعادة ما ينخفض سعر السهم عن السعر الذي كانت تعرضه المؤسسة لإعادة شراء بعض الأسهم؛

خ- كشفت نتائج التحليل عن أن سياسة التوزيعات النقدية هي السياسة التي يهتم بها المستثمرون والمتعاملون في سوق باريس المالي، وأن التوزيعات النقدية هي المحدد لسّعر السوقي للسهم (قيمة المؤسسة)، أكثر من المتغيرات الأخرى لسياسة توزيع الأرباح، وهو ما يؤكد على أهمية المعلومات المتعلقة بالتوزيعات النقدية. وبالتالي قبول الفرض الثاني على مستوى الدراسة؛

د- إن النتائج المتوصل إليها في دراستنا، تبين أن المستثمرين الفرنسيين هم من الفئة التي تفضل التوزيعات المرتفعة، ويمكن أن يرجع ذلك إلى تأثير الأزمة المالية وأزمة السيولة، حيث المستثمرون يميلون إلى السيولة أكثر والتي تلبي حاجاتهم. كما أن المستثمرين الفرنسيين يفضلون التوزيعات النقدية الآن، بدلا من تأجيلها للحصول على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن نمو التوزيعات؛

ذ- لا يوجد تأثير للمحتوى الإعلامي للإعلان عن التوزيعات النقدية على أسعار الأسهم للمؤسسات المدرجة في مؤشر**CAC40**، ويمكن أن يرجع السبب في عدم وجود تأثير إلى الأزمة المالية التي مست جميع الأسواق المالية، وبالتالي عدم كفاءة سوق باريس المالي، حيث المستثمر الفرنسي يفقد ثقته في المعلومات المنشورة، بالتالي لا يتأثر بالمعلومات المعلن عنها؛

ر- ويمكن إرجاع السبب إلى عدم كفاءة السوق، كون انه في سياق الأسواق الكفؤة، فإن قرار الإعلان عن توزيعات الأرباح هو متوقع من طرف المساهمين، وبالتالي فإن الأسعار المستقبلية لا تستجيب لتاريخ الإعلان، غير انه عندما تكون توزيعات الأرباح المعلن عنها أعلى (أقل) من التوزيعات المتوقعة، يعيد المستثمرون النظر في توقعاتهم وترتفع (تنخفض) الأسعار نتيجة لذلك كرد فعل وذلك يوم الإعلان فقط، أما قبل هذا اليوم وبعده فلا يوجد تأثير، وهو ما يتنافى مع النتائج المتوصل إليها. كما يمكن أن يرجع السبب إلى أخطاء القياس، أو أخطاء المعلومات المتحصل عليها، أو لأسباب أخرى. وبالتالي رفض الفرض الثالث على مستوى الدراسة.

ثانيا : التوصيات و آفاق البحث

تناول هذا البحث إشكالية سياسة توزيع الأرباح ومدى تأثيرها على قيمة المؤسسة المدرجة في مؤشر CAC40 في سوق باريس المالي، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى غاية 2009، وقد حاولنا الإجابة على هذه الإشكالية المطروحة باستعمال نوعين من الدراسات، الدراسة الاختبارية عن طريق تحليل نتائج الانحدار المتعدد والبسيط لقيمة المؤسسة كدالة في سياسة توزيع الأرباح وذلك لنفس الفترة السابقة، ومن اجل التوسع أكثر في الموضوع والحصول على نتائج أكثر دقة، تم القيام بدراسة الحدث للإعلان عن التوزيعات النقدية على أسعار الأسهم وذلك من اجل نفس العينة لسنة 2009.

بناءا على ما ورد في هذه الدراسة نوصي بما يلي :

- إعادة إجراء هذه الدراسة مع توسيع فترة الدراسة وعينة الدراسة لإعطاء نتائج أكثر دقة؛
- إدخال هيكل ملكية المؤسسات في الدراسة، وذلك من أجل فهم أفضل لسياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على قيمة المؤسسة من وجهة نظرية الوكالة؛
- اختبار تأثير متغيرات أخرى على قيمة المؤسسة، وذلك من اجل تكوين نظرة موسعة حول العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة، وكيفية التحكم فيها؛
- دراسة تأثير المحتوى الإعلامي لمتغيرات أخرى لسياسة توزيع الأرباح، مثل إعادة شراء الأسهم وربحية السهم.